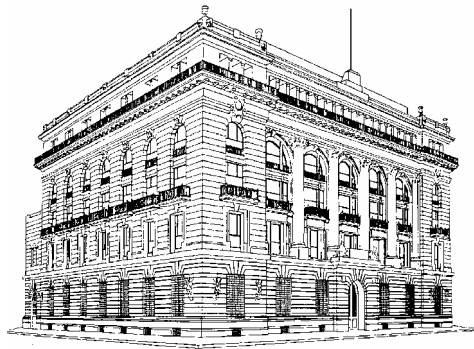


# Informe sobre la Inflación

---

Enero – Marzo 2005



BANCO DE MEXICO

ABRIL, 2005

---



*JUNTA DE GOBIERNO*

**Gobernador**

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

**Subgobernadores**

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÚÉMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSÉ JULIÁN SIDAQUI DIB



## ***ADVERTENCIA***

*A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 26 de abril de 2005. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.*



## INDICE

### Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2005

<b>I. Introducción .....</b>	<b>1</b>
<b>II. Evolución y Principales Determinantes de la Inflación Enero - Marzo 2005.....</b>	<b>4</b>
II.1. Evolución de la Inflación Durante el Primer Trimestre de 2005.....	4
II.1.1. Inflación No Subyacente .....	7
II.1.2. Inflación Subyacente .....	9
II.1.3. Inflación Mensual.....	11
II.1.4. Índice Nacional de Precios Productor .....	12
II.2. Principales Determinantes de la Inflación .....	13
II.2.1. Entorno Externo .....	13
II.2.1.1. Precio del Petróleo .....	14
II.2.1.2. Evolución de la Economía de los Estados Unidos .....	15
II.2.1.3. Evolución de la Economía del Resto del Mundo .....	21
II.2.2. Salarios, Productividad y Empleo .....	24
II.2.2.1. Salarios Contractuales .....	24
II.2.2.2. Remuneraciones y Productividad.....	25
II.2.2.3. Empleo .....	26
II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas .....	30
II.2.4. Balanza de Pagos y Flujos de Capital .....	35
<b>III. La Política Monetaria durante el Primer Trimestre de 2005 .....</b>	<b>39</b>
III.1. Acciones de Política Monetaria.....	39
III.2. Agregados Monetarios y Crediticios .....	45
III.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales.....	45
III.2.2. Agregados Monetarios y Financiamiento .....	47
<b>IV. Perspectivas del Sector Privado para 2005-2006 .....</b>	<b>50</b>
IV.1. Pronósticos sobre la Actividad Económica y sobre otras Variables que Influyen en la Inflación.....	50
IV.1.1. Expectativas sobre la Inflación .....	51
<b>V. Balance de Riesgos y Conclusiones.....</b>	<b>52</b>





## I. Introducción

---

La actividad económica mundial mantuvo un ritmo de crecimiento favorable durante el primer trimestre de 2005. En particular, las economías de los Estados Unidos y de los países emergentes de Asia continuaron siendo los principales motores de la expansión. En este entorno, los precios del petróleo registraron importantes aumentos. No obstante, debe destacarse que los principales analistas continúan anticipando que el crecimiento de la economía mundial, y el de la estadounidense en particular, se desacelerará durante 2005 con relación al año previo.

Durante el primer trimestre del año la demanda agregada en los Estados Unidos mostró un comportamiento dinámico -si bien con cierto debilitamiento hacia finales del periodo-, que dio lugar a una ampliación de su déficit externo y a una reducción de los márgenes de capacidad de producción ociosa. En este contexto, surgió cierta preocupación de que el aumento de los precios al productor de bienes intermedios y materias primas esté generando presiones de costos que los productores, eventualmente, podrían trasladar al consumidor final.

Cabe señalar que aunque la inflación en los Estados Unidos ha mostrado una tendencia ascendente, ha continuado ubicada dentro de intervalos moderados. La confianza en el manejo de la política monetaria por parte de las autoridades estadounidenses, el debilitamiento reciente de algunos indicadores de la actividad económica y, en general, la previsión de que la economía se desacelerará, han contribuido a que las expectativas de inflación se hayan mantenido contenidas.

Como se puede apreciar, durante los últimos meses se ha complicado la evaluación de las perspectivas para la inflación en los Estados Unidos, así como la consecuente reacción del Banco de la Reserva Federal, lo que ha provocado volatilidad de las tasas de interés de largo plazo en ese país.

En dicho contexto, es importante destacar que los mercados internacionales han venido mostrando cierta cautela respecto a los instrumentos de deuda de mayor riesgo. En particular, se ha presentado un incremento en los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de las economías emergentes y de los bonos corporativos estadounidenses de riesgo similar. Ello responde, por un lado, a la mayor incertidumbre inflacionaria en los Estados Unidos y, por otro, al deterioro crediticio de algunos

emisores estadounidenses, lo cual está dando lugar a que se presente una mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. En consecuencia, las condiciones de acceso al financiamiento que enfrentan las economías emergentes, tanto en los mercados externos como internos, han mostrado cierto deterioro, sobre todo para aquellos emisores soberanos y privados de menor calidad crediticia.

En lo que atañe a México, la actividad económica nacional mantuvo una expansión significativa durante el primer trimestre de 2005. A ello contribuyeron los distintos componentes de la demanda agregada, tanto los de origen interno, como la demanda de exportaciones. Así, el consumo continuó registrando un importante crecimiento anual, mientras que se mantuvo el avance de la inversión.

Entre los factores que han sustentando la expansión del gasto interno, tanto del consumo como de la inversión, destaca la amplia disponibilidad de recursos financieros. Ésta ha respondido tanto a los mayores ingresos del exterior provenientes de la exportación de petróleo y de las remesas familiares, como a la mayor disponibilidad de financiamiento interno. Sobre esto último destaca el vigor con el que se expande el crédito al consumo e hipotecario, así como el repunte reciente del crédito a empresas.

Debe señalarse que la expansión de la demanda agregada y del producto han implicado crecientes importaciones de bienes y servicios. Inclusive, se anticipa que durante el primer trimestre del año el crecimiento anual del gasto interno haya superado al que registró el PIB. A su vez, la evolución de los distintos componentes de la demanda agregada muestra que la contribución al crecimiento económico en 2005 descansará en mayor medida en el gasto interno que en la demanda externa. Es importante resaltar que, a pesar del ambiente descrito, la información disponible no permite identificar presiones de inflación considerables provenientes de esta vía.

El entorno externo ha continuado influyendo de manera importante sobre la evolución general de la inflación en México. Así, si bien durante 2004 la inflación general se vio afectada por diversas perturbaciones de oferta, principalmente asociadas a los precios internacionales de diversas materias primas y de los alimentos, durante el primer trimestre de 2005 algunas de estas presiones han comenzado a revertirse. Asimismo, se normalizaron las condiciones de oferta de algunos productos agrícolas que habían registrado importantes incrementos en sus precios hacia finales de 2004.

Como resultado de las condiciones anteriores, la inflación general anual se redujo de 5.19 por ciento al cierre de 2004, a 4.39 por ciento en marzo del presente año. Ello ha contribuido a que las expectativas de inflación para 2005 y 2006 hayan comenzado a descender. No obstante, conviene señalar:

- a) la inflación subyacente y sus expectativas aun se encuentran en niveles elevados con respecto al objetivo de inflación. Ello sugiere que éste aun no ha sido incorporado de manera generalizada en la formación de precios en la economía;
- b) la inflación subyacente de servicios distintos a la vivienda se ha visto presionada al alza como secuela de los aumentos de los precios de alimentos y energéticos ocurridos en los meses anteriores; y,
- c) recientemente, se ha registrado un nuevo repunte en los niveles y la volatilidad de las cotizaciones internacionales de diversas materias primas, especialmente las energéticas.

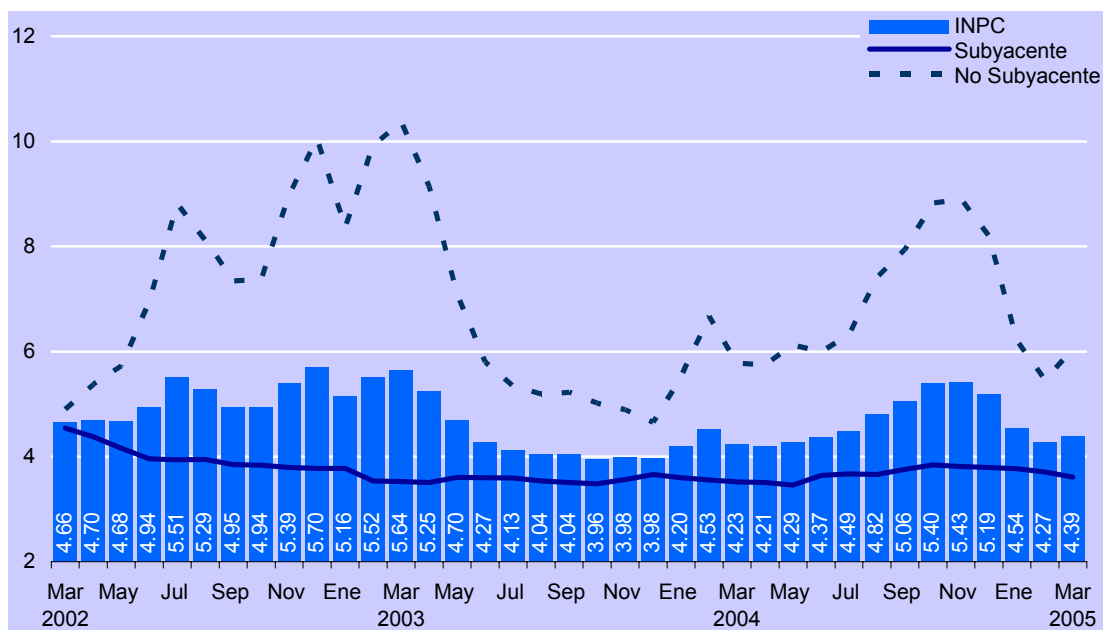
La Junta de Gobierno del Banco de México considera fundamental contener el impulso alcista de las diversas perturbaciones de oferta que han afectado a la economía, evitando que se contamine el proceso de formación de precios y, en particular, las negociaciones salariales. Asimismo, mantiene una actitud vigilante frente a la posibilidad de que surjan presiones inflacionarias por el lado de la demanda. Considerando lo anterior, durante el primer trimestre de 2005 continuó restringiendo la postura de política monetaria.

## II. Evolución y Principales Determinantes de la Inflación Enero - Marzo 2005

### II.1. Evolución de la Inflación Durante el Primer Trimestre de 2005

La inflación general anual se situó al cierre del primer trimestre de 2005 en 4.39 por ciento. Ello implicó un decremento de 0.80 puntos porcentuales con respecto a la cifra registrada en diciembre del año previo. En ese lapso, la inflación subyacente anual disminuyó 0.19 puntos y la no subyacente 2.16 puntos, para alcanzar niveles de 3.61 y 6.04 por ciento. Por tanto, la mayor parte de la reducción que mostró el indicador de la inflación general provino del componente no subyacente del INPC (Gráfica 1 y Cuadro 1). La disminución que se observó en la inflación no subyacente permitió cerrar la brecha que mantiene con el indicador subyacente, la cual pasó de 4.4 puntos porcentuales en diciembre de 2004, a 2.43 puntos en marzo de 2005.

**Gráfica 1 Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
Variación anual en por ciento



**Cuadro 1** Componentes del Índice Nacional de Precios al Consumidor  
Variación anual en por ciento

	Dic-2003/ Dic-2002	Dic-2004/ Dic-2003	Ene-2005/ Ene-2004	Feb-2005/ Feb-2004	Mar-2005/ Mar-2004	Diferencia Puntos porcentuales	Diferencia
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(b-a)	(e-b)
<b>INPC</b>	<b>3.98</b>	<b>5.19</b>	<b>4.54</b>	<b>4.27</b>	<b>4.39</b>	<b>1.2143</b>	<b>-0.8052</b>
<b>Subyacente</b>	<b>3.66</b>	<b>3.80</b>	<b>3.77</b>	<b>3.71</b>	<b>3.61</b>	<b>0.1308</b>	<b>-0.1853</b>
<b>Mercancías</b>	<b>2.62</b>	<b>3.87</b>	<b>3.78</b>	<b>3.67</b>	<b>3.61</b>	<b>1.2489</b>	<b>-0.2587</b>
Alimentos	4.70	7.04	6.59	6.18	5.90	2.3460	-1.1378
Otras mercancías	1.24	1.69	1.83	1.92	2.00	0.4490	0.3158
<b>Servicios</b>	<b>4.84</b>	<b>3.72</b>	<b>3.76</b>	<b>3.76</b>	<b>3.61</b>	<b>-1.1250</b>	<b>-0.1044</b>
Vivienda	4.12	3.70	3.63	3.54	3.06	-0.4266	-0.6378
Otros servicios	5.72	3.74	3.92	4.03	4.28	-1.9788	0.5387
<b>No Subyacente</b>	<b>4.66</b>	<b>8.20</b>	<b>6.20</b>	<b>5.46</b>	<b>6.04</b>	<b>3.5405</b>	<b>-2.1556</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>3.65</b>	<b>10.11</b>	<b>3.49</b>	<b>3.06</b>	<b>5.73</b>	<b>6.4566</b>	<b>-4.3775</b>
Frutas y Verduras	-2.36	6.43	-5.75	-4.59	4.65	8.7948	-1.7780
Pecuarios	8.34	12.69	9.69	8.04	6.39	4.3506	-6.3026
<b>Administrados y Concertados</b>	<b>3.91</b>	<b>7.51</b>	<b>6.99</b>	<b>5.92</b>	<b>5.70</b>	<b>3.5997</b>	<b>-1.8020</b>
Administrados	6.11	10.02	10.05	8.68	8.39	3.9038	-1.6245
Concertados	1.90	5.13	4.14	3.36	3.19	3.2296	-1.9432
<b>Educación</b>	<b>8.59</b>	<b>7.50</b>	<b>7.81</b>	<b>7.59</b>	<b>7.55</b>	<b>-1.0956</b>	<b>0.0524</b>

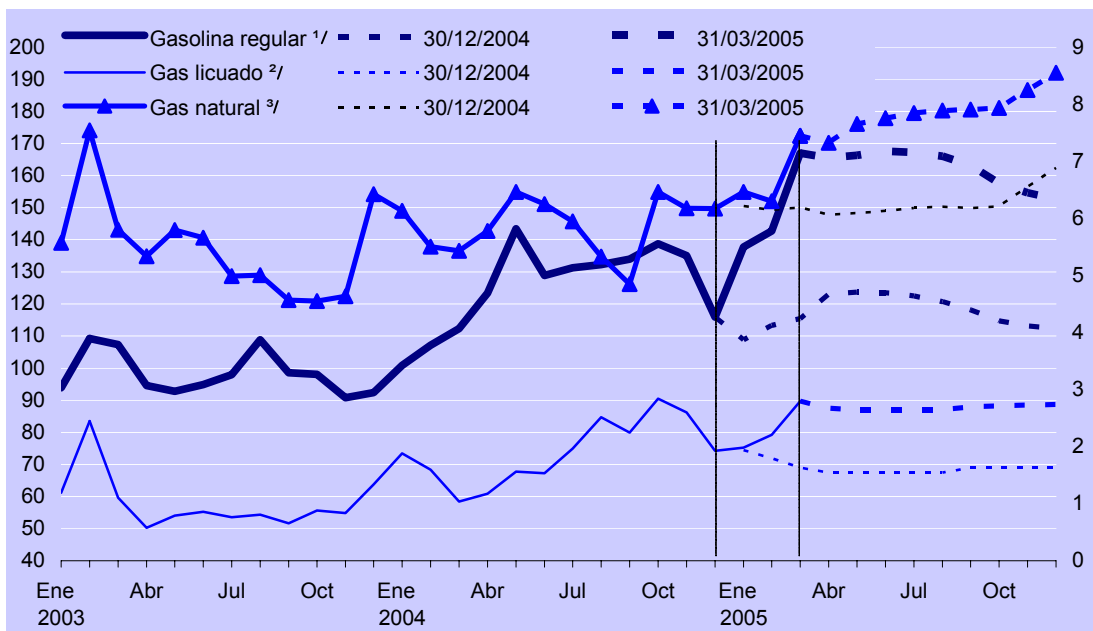
Durante 2004, la inflación general anual en México se vio afectada por diversas perturbaciones de oferta, en particular: i) aquéllas asociadas con el alza en las cotizaciones internacionales de diversas materias primas (Gráfica 2); ii) las que se derivaron de decisiones administrativas respecto a la aplicación de tarifas locales en algunos bienes y servicios concertados (Gráfica 3);<sup>1</sup> y, iii) las que provinieron de alguna afectación particular de la producción agropecuaria en México y/o en los Estados Unidos.<sup>2</sup> En los tres casos, el impacto directo de las perturbaciones afectó los subíndices del componente no subyacente del INPC (productos agropecuarios, y bienes y servicios administrados y concertados). Adicionalmente, en el primer caso, el efecto también se reflejó en los precios del grupo de los alimentos que forman parte de la inflación subyacente (Gráfica 3, Gráfica 4 y Cuadro 1).

Las perturbaciones de oferta descritas tuvieron un impacto considerable sobre la inflación no subyacente en 2004 (Cuadro 1). En 2005, algunos de estos choques se han revertido, mientras que otros lo vienen haciendo gradualmente. Así, durante el primer trimestre de 2005 la inflación no subyacente anual disminuyó 2.16 puntos porcentuales. La reducción fue impulsada por menores tasas de crecimiento de los subíndices de precios de los productos agropecuarios, y de los bienes y servicios administrados y concertados. A continuación se describen las presiones que registraron los subíndices afectados y su comportamiento más reciente.

<sup>1</sup> En particular, en el transporte urbano, y las cuotas de agua y predial.

<sup>2</sup> Destacó el aumento en las cotizaciones del jitomate.

**Gráfica 2 Precios Internacionales Observados y a Futuro de Energéticos**

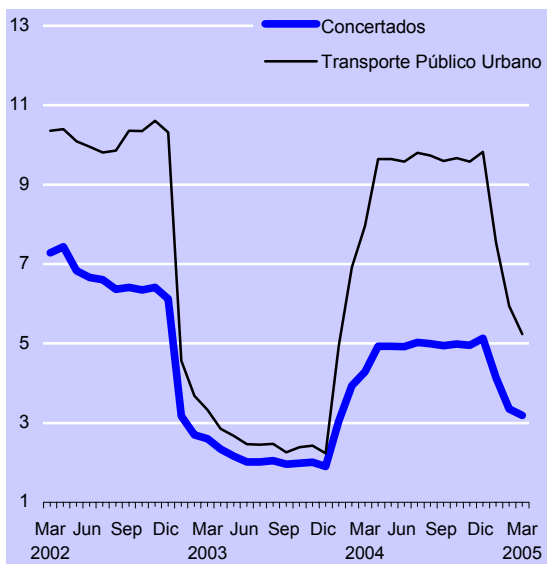


1/ Texas. Centavos de dólar por galón, (escala izquierda).  
 2/ Mont Belvieu. Tx. Centavos de dólar por galón, (escala izquierda).  
 3/ TETCO. Tx. Dólares por MMBtu, (escala derecha).

**Gráfica 3 Subíndices de Precios Concertados y de Frutas y Verduras**

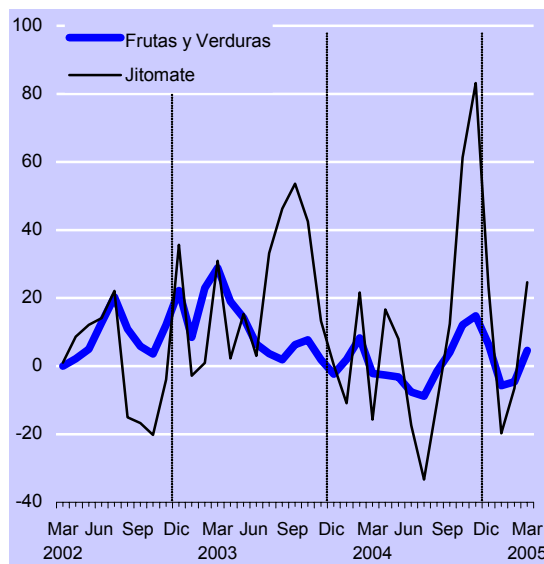
**a) Concertados**

Variación anual en por ciento



**b) Frutas y verduras**

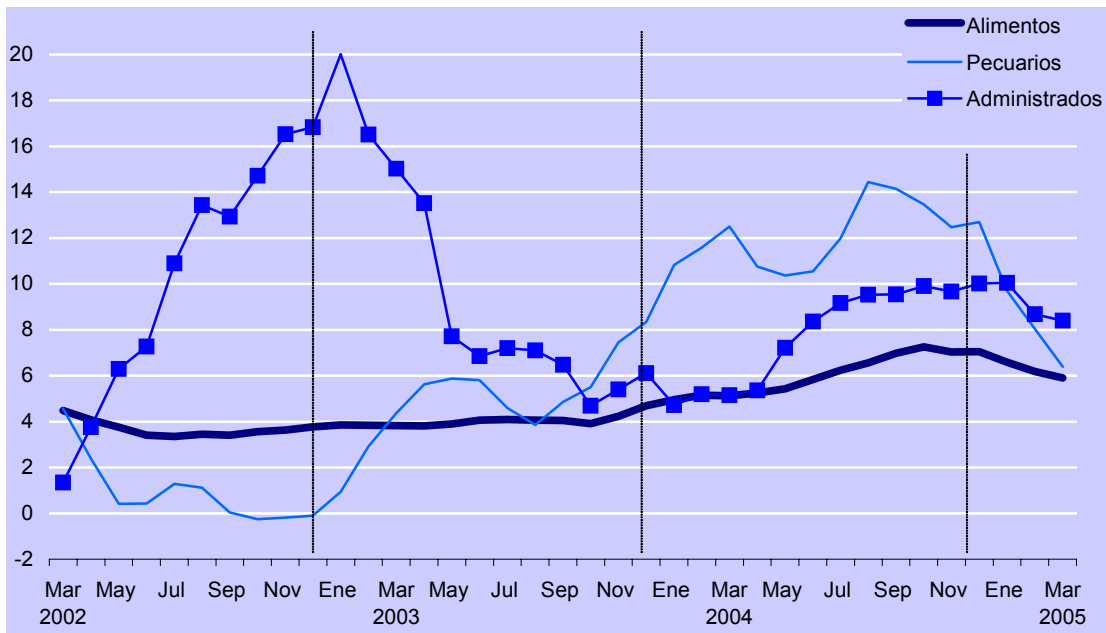
Variación anual en por ciento



Gráfica 4

**Subíndice Subyacente de Alimentos y Subíndices No Subyacentes Seleccionados**

Variación anual en por ciento



**II.1.1. Inflación No Subyacente**

En primer lugar, el subíndice de los precios administrados resultó impactado en 2004 por el alza de las cotizaciones internacionales de los energéticos. No obstante, y a pesar que durante los primeros meses de 2005 los precios internacionales de los energéticos y sus derivados volvieron a mostrar incrementos, a inicios de 2005 se adoptaron diversas medidas para que algunos de los precios de los bienes y servicios administrados tuvieran una evolución más acorde con la meta de inflación. Ello, al tiempo que los precios de algunas materias primas que inciden sobre las tarifas eléctricas se han reducido (Gráfica 5).

De esta manera, durante el primer trimestre del año en curso, la tasa de variación anual del subíndice de precios administrados disminuyó 1.63 puntos porcentuales con respecto al cierre observado en 2004, para alcanzar un nivel de 8.39 por ciento al cierre de marzo de 2005 (Gráfica 5). Ello es atribuible a los siguientes factores: i) la electricidad es el genérico que más ha contribuido a la reducción de la inflación del referido subíndice, lo que se explica por la unificación de los dos tramos de cobro que anteriormente tenían las tarifas domésticas de alto consumo (DAC) a partir de febrero de 2005, y a la baja que mostraron los precios de

algunos insumos que se emplean para generar la electricidad;<sup>3, 4</sup> ii) en los precios de la gasolina se observaron menores variaciones mensuales con relación a las del mismo periodo del año anterior; y, iii) se estableció que durante 2005 los precios del gas LP se incrementasen mensualmente en un intervalo comprendido entre 0.75 y 1.75 por ciento, considerando el promedio móvil de 12 meses de la referencia internacional como indicador. Si la variación mensual de este último cae fuera del intervalo, entonces se toma la cota más próxima, sea la superior o inferior. Durante los primeros tres meses del año, de acuerdo a la mecánica señalada, el precio del gas LP se deslizó conforme a la cota inferior del intervalo. Sin embargo, debe resaltarse que aunque se mantuviera el incremento de precios del gas LP en la referida cota inferior durante lo que resta del año, su tasa de crecimiento anual alcanzaría 9.55 por ciento en diciembre de 2005.<sup>5</sup>

En lo que se refiere al subíndice de precios concertados, entre diciembre de 2004 y marzo de 2005 su tasa de variación anual disminuyó de 5.13 a 3.19 por ciento. Esta reducción fue consecuencia, principalmente, de una menor incidencia de los incrementos que registraron los precios del transporte público urbano durante el primer trimestre de 2005, en comparación con los ocurridos en el mismo trimestre del año previo. Ello debido a los menores incrementos en las tarifas de dicho servicio, así como de su ocurrencia en ciudades con una menor ponderación en el INPC (Gráfica 3).

De diciembre de 2004 a marzo de 2005, la tasa de variación anual del subíndice de precios agropecuarios disminuyó de 10.11 a 5.73 por ciento. En lo que concierne a los productos pecuarios, la reducción de los precios de los granos que se utilizan en la elaboración de los alimentos para el ganado y la regularización de la oferta de productos cárnicos en los Estados Unidos han permitido que durante el trimestre analizado los precios de estos productos hayan registrado incrementos mensuales

---

<sup>3</sup> Las tarifas domésticas de alto consumo se actualizan mensualmente de acuerdo a la siguiente fórmula:  $F = 0.8 \cdot \text{TIP} + 0.2 \cdot \text{TCC}$ . El primer término de la ecuación (TIP), se compone de tres subíndices del Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) que se promedian aritméticamente, y que son: Maquinaria y Equipo, Industrias Metálicas Básicas y, Otras Industrias Manufactureras. El segundo término (TCC), representa el costo de los combustibles que se utilizan para la generación de electricidad, los referidos energéticos son: combustóleo importado y nacional; gas natural; diesel industrial; y, carbón importado y nacional.

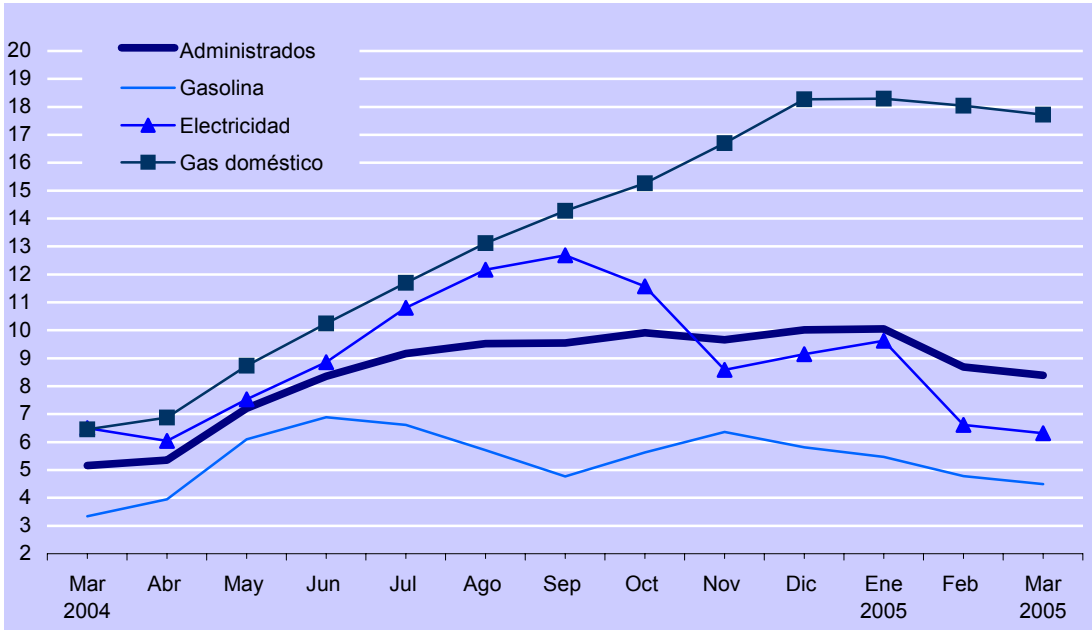
<sup>4</sup> Cabe destacar las reducciones del subíndice del INPP de las industrias metálicas básicas y del precio del combustóleo que PEMEX le vende a la CFE.

<sup>5</sup> El 30 de diciembre de 2004 se publicó, en el Diario Oficial de la Federación, un Decreto en el que se reducen los aranceles aplicables a aproximadamente 9,200 fracciones provenientes de aquellos países con los que México no tiene un tratado comercial. Destaca entre éstas, la eliminación del arancel a las importaciones de gas licuado de petróleo.



significativamente menores a los observados en igual periodo de 2004. Lo anterior, aunado a un incremento en la oferta de huevo, se ha traducido en una reducción en la tasa de variación anual de los precios de los productos pecuarios, que pasó de 12.69 a 6.39 por ciento en el lapso referido (Cuadro 1).

**Gráfica 5 Subíndice de Precios de Bienes y Servicios Administrados**  
Variación anual en por ciento



La variación anual del rubro de las frutas y verduras disminuyó 1.78 puntos de diciembre de 2004 a marzo de 2005. Al respecto, la trayectoria que presentó en el trimestre el referido rubro estuvo en buena medida influida por el comportamiento de los precios del jitomate, que registraron alzas considerables en la segunda mitad del 2004; no obstante, éstos disminuyeron significativamente durante las primeras tres quincenas del año. Cabe señalar que esta última tendencia se revirtió parcialmente a lo largo de las quincenas restantes del trimestre y ha continuado presentando un comportamiento alcista en abril (Gráfica 3).

**II.1.2. Inflación Subyacente**

La disminución observada en la inflación subyacente anual al cierre del primer trimestre de 2005, con relación a diciembre de 2004, se derivó de menores tasas de variación tanto del subíndice de las mercancías, como del de los servicios. Sin

embargo, la mayor contribución a esa baja provino del primero, cuya variación anual se redujo en el periodo analizado de 3.87 a 3.61 por ciento. En lo referente al subíndice de las mercancías, los rubros que lo integran mostraron dos tendencias opuestas durante el trimestre: mientras que la variación anual de los precios de los alimentos descendió 1.14 puntos porcentuales (de 7.04 a 5.90 por ciento), la del resto de las mercancías aumentó 0.31 puntos (de 1.69 a 2.00 por ciento).

En 2004 la inflación subyacente también se vio afectada por las perturbaciones de oferta, especialmente el rubro de los alimentos procesados. Los aumentos de precios de los granos y de los productos cárnicos en los mercados internacionales tuvieron un impacto importante en la inflación de dichos alimentos, cuya tasa anual pasó de 4.70 a 7.04 por ciento de diciembre de 2003 al mismo mes de 2004.<sup>6</sup> En 2005, al haber descendido los precios de los granos a niveles inferiores a los observados en 2004 y estabilizarse los correspondientes a los de algunas carnes, la tasa de crecimiento anual del subíndice de los alimentos se redujo a 5.90 por ciento (Gráfica 4). Cabe señalar que los genéricos de este grupo que sufrieron los aumentos más acentuados en sus precios durante 2004, así como la mayor reducción de los mismos en los primeros tres meses de 2005, son los que tienen una relación más estrecha con los precios de las materias primas de importación afectadas, tales son los casos de los aceites y grasas vegetales comestibles, el pan dulce, el arroz y el pan blanco, entre otros (Gráfica 7).

La inflación subyacente anual de los servicios se redujo de 3.72 a 3.61 por ciento de diciembre de 2004 a marzo de 2005. Esta baja fue resultado del descenso de 0.64 puntos porcentuales que registró durante dicho lapso la tasa de variación de los precios del rubro de la vivienda, lo que reflejó la significativa disminución que mostró el ritmo de crecimiento de los costos de la construcción que, a su vez, se vieron influidos por la reducción en los precios del acero. Por otra parte, la tasa de crecimiento anual de los precios del resto de los servicios aumentó durante ese lapso en 0.54 puntos. En general, los precios de los servicios subyacentes, excluyendo vivienda, se han visto presionados por los incrementos en 2004 de los precios internacionales de diversas materias primas que son utilizados como insumos en su elaboración. Adicionalmente, este resultado también se vio afectado por la evolución estacional de los precios de los servicios turísticos, al haber caído la Semana Santa en marzo, mientras que en 2004 dicho periodo vacacional se presentó en abril.

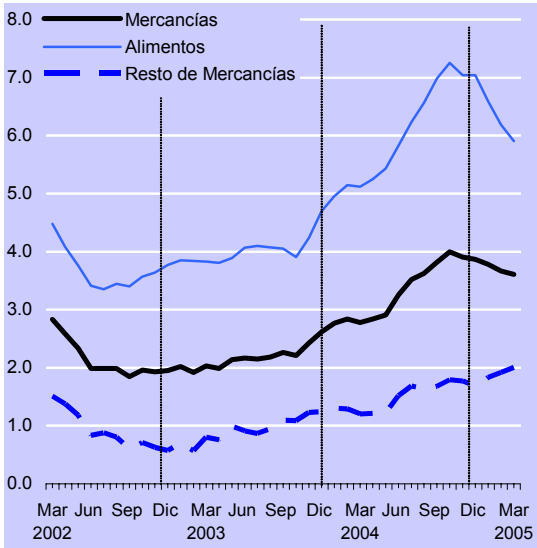
---

<sup>6</sup> Inclusive, el aumento en los precios de los metales ejercieron presión sobre los de los embalajes en que se comercializan una variedad de alimentos como atún, sardina, verduras en conserva, etc.

**Gráfica 6 Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios**

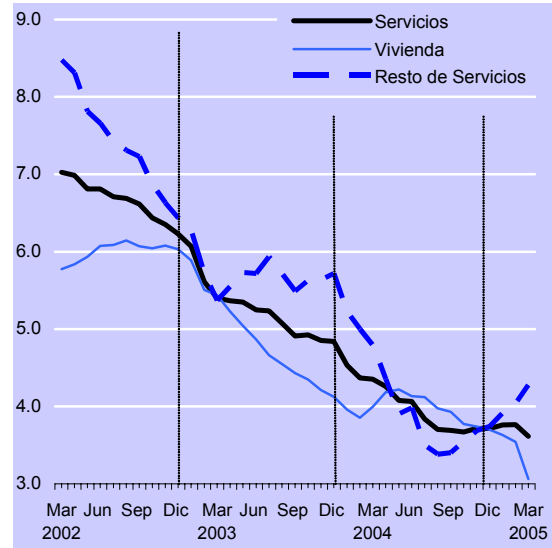
a) Mercancías

Variación anual en por ciento



b) Servicios

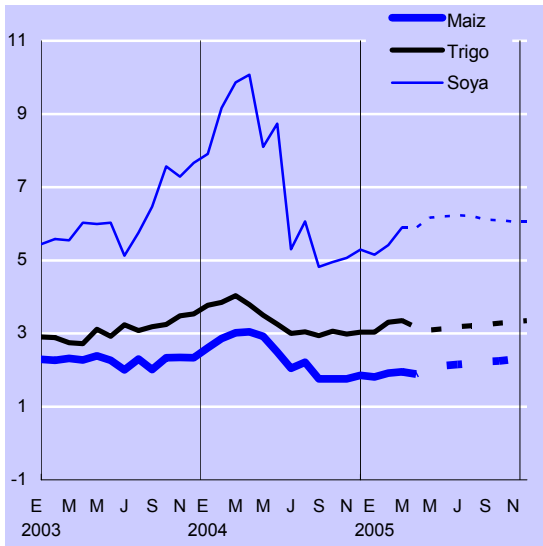
Variación anual en por ciento



**Gráfica 7 Precios Internacionales Observados y a Futuro de Materias Primas Seleccionadas<sup>1/</sup>**

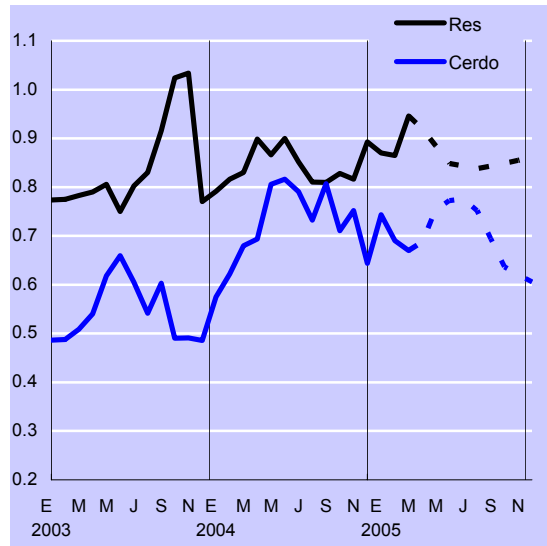
a) Granos

Dólares por bushel



b) Carnes

Dólares por libra



Fuente: Departamento de Agricultura de EEUU.  
1/ A partir de abril de 2005 se presentan los precios a futuro.

### II.1.3. Inflación Mensual

La inflación mensual resultó de 0.0, 0.33 y 0.45 por ciento en enero, febrero y marzo de 2005, respectivamente. Los resultados correspondientes al primer bimestre quedaron por debajo de los pronósticos captados en la Encuesta de los Especialistas en

Economía del Sector Privado que recabó el Banco de México en diciembre, mientras que en marzo ocurrió lo contrario. Es importante mencionar que los menores niveles de inflación que se observaron en el primer bimestre, en contraste con los registrados en el mismo periodo del año previo, se deben en lo principal al desempeño del componente no subyacente. Ésto se debió tanto a la evolución de los precios de los productos agropecuarios, como a la de los bienes y servicios administrados y concertados.

## Cuadro 2 Inflación Mensual Observada y Esperada

Por ciento

Mes	2004				2005			
	Observada			Esperada <sup>1/</sup>	Observada			Esperada <sup>1/</sup>
	No Subyacente	Subyacente	INPC	INPC	No Subyacente	Subyacente	INPC	INPC
Enero	1.09	0.40	0.62	0.48	-0.77	0.38	0.00	0.52
Febrero	0.86	0.48	0.60	0.26	0.15	0.42	0.33	0.39
Marzo	0.19	0.41	0.34	0.35	0.75	0.31	0.45	0.34

1/ Inflación general esperada al final del trimestre previo según la Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba el Banco de México.

### II.1.4. Índice Nacional de Precios Productor

En marzo de 2005 la tasa de crecimiento anual del Índice Nacional de Precios Productor (INPP) excluyendo petróleo se ubicó en 5.19 por ciento. Este resultado implicó una reducción de 1.33 puntos porcentuales con respecto a la cifra observada al cierre del trimestre previo, lo que se derivó, en lo fundamental, de disminuciones significativas en las tasas de variación de los subíndices correspondientes a las industrias de la construcción y de los metales básicos, que pertenecen al sector económico secundario (Cuadro 3). Adicionalmente, en el sector económico terciario, la principal contribución a la disminución referida provino de una menor variación anual del subíndice de transporte y comunicaciones.

El menor ritmo de crecimiento que registraron durante el primer trimestre de 2005 las cotizaciones de los productos metálicos y de alambre se reflejó en una reducción de la tasa de variación anual del Índice Nacional del Costo de la Construcción Residencial, que pasó de 12.15 a 3.60 por ciento de diciembre de 2004 a marzo de 2005.

**Cuadro 3 Índice Nacional de Precios Productor Excluyendo Petróleo**  
Mercancías y servicios finales, variación anual en por ciento

Concepto	Variación Anual		Incidencia Anual <sup>1/</sup>		Diferencia (b) - (a)
	Dic. 04	Mar. 05	Dic. 04 (a)	Mar. 05 (b)	
<b>INPP</b>	<b>6.52</b>	<b>5.19</b>	<b>6.52</b>	<b>5.19</b>	<b>-1.33</b>
<b>Sector Económico Primario</b>	<b>8.58</b>	<b>7.99</b>	<b>0.31</b>	<b>0.29</b>	<b>-0.01</b>
Agropecuario, silvicultura y pesca	8.08	8.16	0.26	0.27	0.01
Minería	13.12	6.50	0.05	0.02	-0.02
<b>Sector Económico Secundario</b>	<b>7.78</b>	<b>5.12</b>	<b>3.23</b>	<b>2.15</b>	<b>-1.08</b>
Industria manufacturera	<b>5.10</b>	<b>4.88</b>	<b>1.51</b>	<b>1.43</b>	<b>-0.08</b>
Alimentos, bebidas y tabaco	7.27	6.01	0.69	0.57	-0.12
Textiles, prendas de vestir e industria del cuero	2.88	2.99	0.08	0.08	0.00
Industria de la madera y sus productos	8.68	9.06	0.03	0.03	0.00
Papel y sus productos, imprentas y editoriales	2.96	7.24	0.04	0.09	0.05
Industrias químicas, de petróleo, caucho y plástico	8.98	9.67	0.37	0.39	0.02
Productos de minerales no metálicos	1.59	1.97	0.02	0.02	0.00
Industrias metálicas básicas	48.86	3.70	0.14	0.01	-0.12
Productos metálicos, maquinaria y equipo	1.43	2.27	0.14	0.22	0.08
Otras industrias manufactureras	2.68	3.36	0.01	0.02	0.00
Construcción	14.49	5.68	1.72	0.72	-1.00
<b>Sector Económico Terciario</b>	<b>5.44</b>	<b>5.05</b>	<b>2.98</b>	<b>2.75</b>	<b>-0.23</b>
Electricidad y Gas	11.32	7.30	0.19	0.12	-0.07
Restaurantes y hoteles	5.22	5.25	0.34	0.34	0.00
Transporte y comunicaciones	8.23	6.66	1.21	0.98	-0.23
Alquiler de inmuebles	3.63	3.10	0.40	0.34	-0.06
Servicios comunales, sociales y personales	4.03	4.70	0.84	0.96	0.12

1/ En ciertos casos, la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.

Sin embargo, aun cuando la tasa de variación anual del INPP excluyendo petróleo disminuyó significativamente durante el primer trimestre de 2005, ésta todavía se encuentra en un nivel elevado. Ello implica una presión alcista sobre los costos que enfrentan los oferentes de bienes y servicios destinados al consumo de las familias.

## II.2. Principales Determinantes de la Inflación

### II.2.1. Entorno Externo

La actividad económica mundial mantuvo un ritmo de crecimiento favorable durante el primer trimestre de 2005, después de haber registrado en 2004 su incremento más elevado en 28 años. Las economías de los Estados Unidos y de los países emergentes de Asia continuaron como los principales motores de la expansión, en tanto que Japón y los países de la zona del euro siguieron mostrando signos de debilidad. Se estima que el PIB estadounidense registró un ritmo de crecimiento por encima de su potencial durante el trimestre. La reducción de los márgenes de capacidad ociosa y el aumento de los precios del petróleo a niveles récord, entre otros factores, dieron lugar a una mayor incertidumbre

sobre las perspectivas inflacionarias en los Estados Unidos. En este contexto, las tasas de interés de largo plazo en ese país han mostrado mayor volatilidad. Por otra parte, la tendencia decreciente de los márgenes sobre la deuda soberana de las economías emergentes comenzó a revertirse en marzo, como resultado de la mayor incertidumbre inflacionaria en los Estados Unidos y un aumento de la percepción de riesgo por parte de los inversionistas.

#### II.2.1.1. Precio del Petróleo

Los precios del petróleo retomaron su tendencia alcista durante el primer trimestre del año, registrando a mediados de marzo máximos históricos. El precio del WTI promedió 49.92 dólares por barril en el periodo enero-marzo (alcanzando un máximo de 56.82 dólares por barril el 18 de marzo), un alza de 1.67 dólares respecto al precio promedio del cuarto trimestre del año anterior. Por su parte, el precio promedio de la mezcla mexicana de exportación se ubicó en 34.26 dólares, 0.72 dólares por encima de la cifra observada en el trimestre previo.<sup>7</sup> Cabe destacar que el diferencial entre la mezcla mexicana y el WTI se amplió a lo largo del periodo enero-marzo, reflejando la mayor demanda de petróleo ligero en los mercados internacionales.<sup>8</sup>

La evolución de los precios internacionales del crudo durante los primeros meses de 2005 respondió principalmente al vigoroso crecimiento de la demanda mundial, en un contexto de márgenes reducidos para expandir la oferta (Gráfica 8). La expectativa de que esta situación persista por algún tiempo ha repercutido en el comportamiento de los precios en los mercados a futuros. Así, el contrato para entrega del WTI a 12 meses alcanzó 55.60 dólares a finales de marzo.

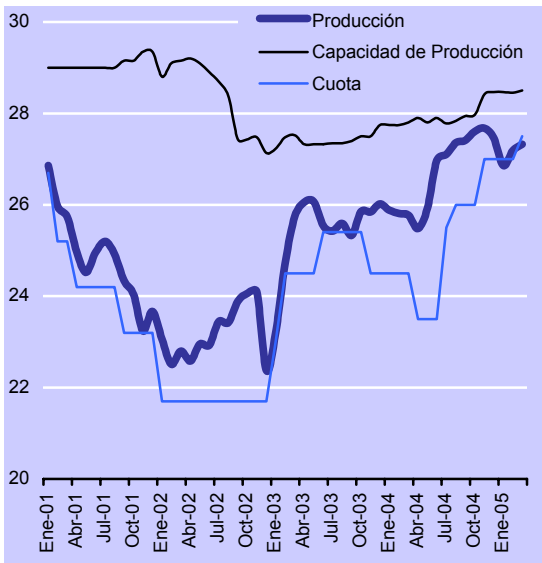
---

<sup>7</sup> Se refiere al precio de mercado efectivamente observado en el periodo. Al 22 de abril, el precio del WTI y de la mezcla mexicana se ubicaban en 54.31 y 41.61 dólares por barril respectivamente.

<sup>8</sup> Dicho diferencial tendió a reducirse a partir de los últimos días de marzo. Al 22 de abril, el diferencial era de 12.70 dólares. Estos movimientos en el diferencial han venido reflejando, en parte, la política de comercialización de PEMEX en los mercados internacionales. En diciembre pasado, PEMEX redujo el término de ajuste a las fórmulas de precios a fin de hacer más competitiva su posición en el mercado. En meses recientes, dicha disminución ha sido parcialmente revertida.

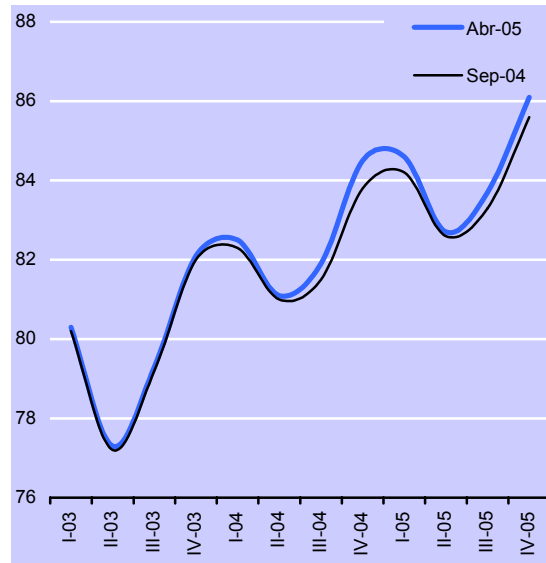
**Gráfica 8 Indicadores de Petróleo**

**a) Producción de Crudo de la OPEP**  
Millones de barriles diarios



Fuente: Agencia Internacional de Energía.

**b) Estimaciones de Demanda Mundial de Petróleo**  
Millones de barriles diarios



Fuente: Agencia Internacional de Energía.

### II.2.1.2. Evolución de la Economía de los Estados Unidos

Durante el último trimestre de 2004, la actividad económica en los Estados Unidos registró una tasa de crecimiento trimestral anualizada de 3.8 por ciento (3.9 por ciento a tasa anual). La economía estadounidense fue impulsada en ese periodo por la expansión de la demanda interna. El consumo aumentó 4.2 por ciento a tasa trimestral anualizada (3.8 por ciento a tasa anual), mientras que la inversión no residencial, que registró crecimientos de más de 10 por ciento a tasa anual en cada trimestre del año, se incrementó en 14.5 por ciento a tasa trimestral anualizada (11.0 a tasa anual). Cabe destacar que la actividad económica mantuvo su dinamismo a pesar del considerable deterioro del sector externo: la ampliación del déficit de la balanza de bienes y servicios sustrajo 1.4 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento trimestral anualizada del PIB. Es importante señalar que al cierre de 2004, se registraron trece trimestres consecutivos de expansión económica.

Los indicadores oportunos disponibles sugieren que, durante enero-marzo de 2005, la actividad económica mantuvo un ritmo de crecimiento similar al observado en el último trimestre del año previo. Tal evolución estuvo nuevamente determinada por el comportamiento de la demanda interna. La sostenida expansión del ingreso y de la riqueza de los hogares ha venido impulsando el gasto en consumo, el cual se expandió durante el bimestre enero-

febrero a una tasa anualizada de 4.3 por ciento respecto al bimestre octubre-noviembre de 2004. Sin embargo, las recientes alzas en los precios de la energía incidieron nuevamente sobre el poder adquisitivo de los hogares y las ventas al menudeo registraron una desaceleración en el último mes del trimestre. Por su parte, la inversión en equipo y software parece haber mantenido tasas de crecimiento elevadas, a juzgar por la fortaleza de los pedidos y envíos de bienes de capital. Adicionalmente, la trayectoria de los componentes del gasto en construcción sugiere que la inversión residencial continuó haciendo una contribución significativa al crecimiento del PIB. En contraste, el déficit comercial siguió ampliándose durante enero y febrero, con lo cual se avizora que el sector externo tendrá otra importante contribución negativa al crecimiento. Si bien la información dada a conocer a lo largo del trimestre impulsó una revisión al alza en las expectativas de crecimiento de los analistas, dicho ajuste se revirtió con la publicación de indicadores para el mes de marzo, los cuales apuntan a un impacto significativo del aumento en el costo de la energía sobre el gasto y la actividad. Los analistas estiman que el PIB se expandió a una tasa trimestral anualizada de 3.9 por ciento (3.8 por ciento a tasa anual) en el primer trimestre de 2005 (Cuadro 4).

Cuadro 4

### Crecimiento del PIB y de la Producción Industrial de los Estados Unidos

Variación anual y trimestral anualizada en por ciento

	PIB				
	Esperado al finalizar el cuarto trimestre		Información más reciente		
	I-2005 <sup>1/</sup>	2005 <sup>2/</sup>	I-2005 <sup>1/</sup>	2005 <sup>2/</sup>	2006 <sup>2/</sup>
Consensus Forecasts <sup>3/</sup>	3.2	3.5	4.0	3.7	3.4
Blue Chip Economic Indicators <sup>4/</sup>	3.3	3.5	3.9	3.7	3.4
	Producción Industrial				
Blue Chip Economic Indicators <sup>4/</sup>	4.3	4.2	4.3	4.1	4.0

1/ Variación trimestral anualizada en por ciento de series ajustadas estacionalmente.

2/ Variación anual en por ciento.

3/ Consensus Forecasts del 6 de diciembre de 2004, 14 de marzo y 11 de abril de 2005.

4/ Blue Chip Economic Indicators del 10 de diciembre de 2004 y 10 de abril de 2005

El crecimiento de la producción industrial durante el trimestre (3.8 por ciento anual) se mantuvo por encima de su promedio histórico (2.8 por ciento en promedio anual durante el periodo 1972-2004). La expansión de la producción industrial ha sido impulsada en buena medida por la demanda de bienes de inversión. En particular, el componente de alta tecnología ha venido creciendo desde julio de 2003 a tasas anuales de alrededor de 20 por ciento. En este contexto, el índice de utilización de la



capacidad instalada aumentó de un mínimo de 74.4 por ciento a finales de 2001, a 79.4 por ciento en marzo de 2005 (Gráfica 9). En el caso de la producción de bienes finales, la utilización de la capacidad instalada se ubicó en marzo de este año en 76.6 por ciento, nivel cercano a su promedio histórico (77.9 por ciento para el periodo 1972-2004).<sup>9</sup> Los analistas encuestados por Blue Chip esperan un incremento de la producción industrial de 4.1 por ciento en 2005.

La recuperación económica continuó reflejándose en el fortalecimiento del mercado laboral durante el primer trimestre de 2005. La nómina del sector no agrícola agregó 477 mil empleos en ese periodo. No obstante, el promedio mensual de empleos creados desde junio de 2003 (fecha del máximo reciente de la tasa de desempleo) a marzo de 2005 fue de solamente 141 mil plazas. Esta cifra es modesta en comparación con períodos previos de repunte cíclico. De esta forma, si bien la tasa de desempleo cayó de 6.3 a 5.2 por ciento durante el periodo señalado, esto se debió casi exclusivamente a una disminución de la tasa de participación (es decir, el porcentaje de la población económicamente activa que se declara disponible para trabajar). Cabe destacar que el empleo en el sector manufacturero, que ha mostrado una fuerte contracción en los últimos años, disminuyó nuevamente en el período enero-marzo.

El crecimiento continuo de la economía y la consecuente disminución de los márgenes de recursos ociosos, combinado con otros factores, dio lugar a cierta preocupación por la posibilidad de un repunte de la inflación. Al respecto, se ha señalado que la reducción de la tasa de crecimiento de la productividad se reflejó a finales de 2004 en un aumento de los costos laborales unitarios, variable que constituye uno de los principales determinantes de la inflación subyacente en los Estados Unidos. Adicionalmente, el aumento de los precios al productor de bienes intermedios y materias primas es susceptible de generar presiones de costos que los productores podrían empezar a trasladar al consumidor final. A esto se añaden los riesgos que resultan del aumento en los precios del petróleo y, en menor medida, de la depreciación acumulada del dólar desde febrero de 2002.

Sin embargo, el debilitamiento reciente de algunos indicadores de la actividad económica parece haber disminuido los temores de un repunte de la inflación. En este contexto, el ritmo de crecimiento de los precios ha mostrado una tendencia ascendente,

---

<sup>9</sup> Durante el periodo 1972-2004, el índice de utilización de la capacidad instalada para la producción de bienes finales registró un mínimo de 70.6 por ciento en mayo de 2003 y un máximo de 83.6 por ciento en diciembre de 1978.

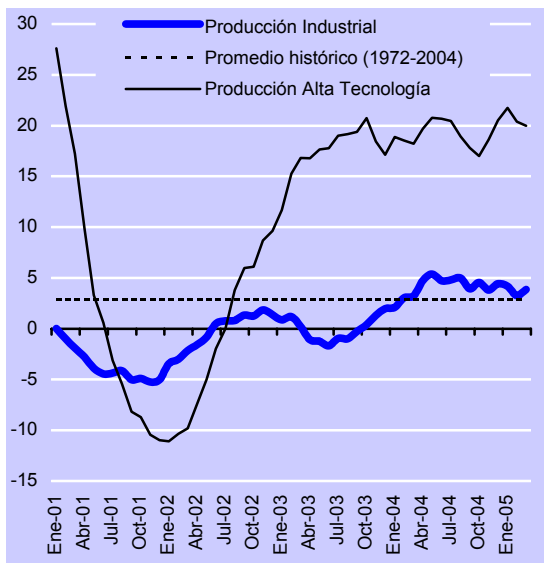
pero se ha mantenido dentro de intervalos moderados. El deflactor del consumo excluyendo alimentos y energía, uno de los indicadores más utilizados por la Reserva Federal para la medición de las presiones inflacionarias, registró una tasa anual de variación de 1.6 por ciento en febrero de 2005, 6 décimas por arriba de su mínimo reciente (septiembre de 2003). Asimismo, el crecimiento anual del índice de precios al consumidor aumentó de 1.7 por ciento en marzo de 2004, a 3.1 por ciento en marzo de este año, en buena medida debido al alza en los precios de los energéticos (Gráfica 10). Por su parte, la inflación subyacente ha mostrado una tendencia al alza desde principios del año pasado, registrando en marzo de 2005 un crecimiento anual de 2.3 por ciento, cifra similar al nivel de las expectativas de largo plazo (alrededor de 2.5 por ciento anual).

**Gráfica 9**

**EUA: Producción Industrial y Capacidad Instalada**

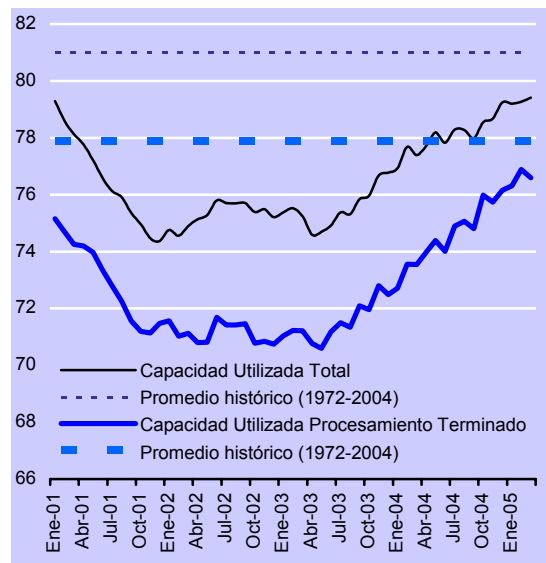
Variación anual en por ciento y por ciento

a) Producción Industrial



Fuente: Federal Reserve.

b) Capacidad Instalada



Fuente: Federal Reserve.

El Banco de la Reserva Federal continuó orientado a reducir el estímulo de la política monetaria durante los primeros meses de 2005. Así, en sus reuniones de febrero y marzo el objetivo para la tasa de fondos federales fue elevado en cada ocasión en un cuarto de punto porcentual, para ubicarlo en un nivel de 2.75 por ciento. Ante la expectativa de que la inflación subyacente se mantenga contenida, el Comité para Operaciones de Mercado Abierto decidió continuar con la política de retiro del estímulo monetario a un ritmo mesurado. Como resultado de la etapa actual del ciclo económico y el bajo nivel de la tasa de fondos federales en términos reales, se espera que las tasas de interés de

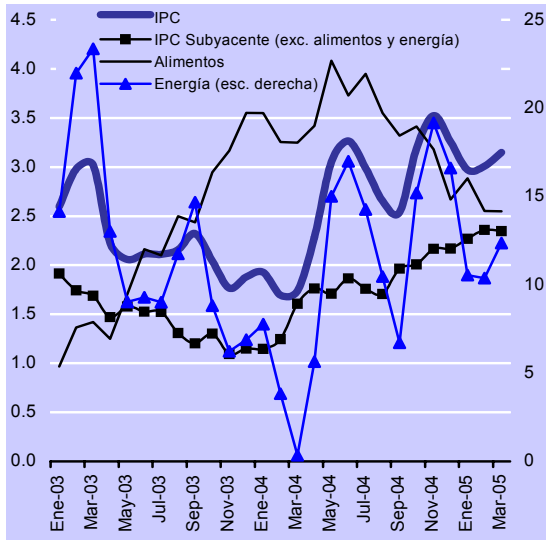
corto plazo continúen aumentando a lo largo del año, en tanto que la Reserva Federal se mantiene vigilante respecto a la posible aparición de presiones inflacionarias.<sup>10</sup>

**Gráfica 10**

**EUA: Índices de Precios**

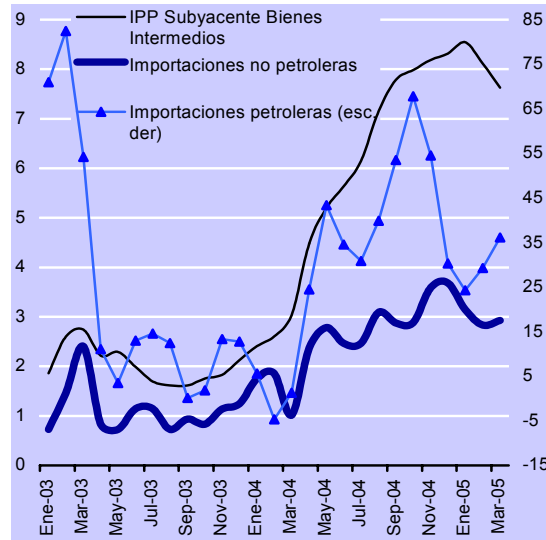
Variación anual en por ciento

a) Precios al Consumidor



Fuente: BLS.

b) Precios al Productor y Precios de Importaciones



Fuente: BLS.

Las tasas de interés de los bonos del Tesoro a 10 años habían estado fluctuando en torno a un nivel de 4.2 por ciento de finales del verano de 2004 hasta principios de febrero, sin verse influidas mayormente por el aumento en las tasas de corto plazo. Sin embargo, después de registrar un mínimo de 3.98 por ciento a mediados de febrero, iniciaron una tendencia alcista para ubicarse en 4.48 por ciento a finales de marzo. Este repunte parece haber sido influenciado, en parte, por los comentarios del Presidente de la Reserva Federal sobre las diferentes trayectorias seguidas por las tasas de corto y largo plazo desde junio de 2004. Asimismo, pudiera haber influido sobre el ánimo de los inversionistas la percepción de mayores riesgos inflacionarios por parte de algunos analistas. Esta incipiente alza en las tasas de largo plazo se vio interrumpida a mediados de abril con la publicación de cifras que apuntan a cierto debilitamiento del gasto y de la actividad manufacturera hacia el cierre del primer trimestre del año.<sup>11</sup>

<sup>10</sup> Al 22 de abril, el contrato de futuros de la tasa de fondos federales para diciembre de 2005 se ubicaba en 3.72 por ciento.

<sup>11</sup> Al 22 de abril, la tasa de interés del bono a 10 años se ubicaba en un nivel de 4.26 por ciento.

El comportamiento de los mercados accionarios durante el primer trimestre se vio influido por la evolución de los precios del petróleo y de las tasas de interés estadounidenses. Los índices Dow Jones y NASDAQ cayeron 2.6 y 8.1 por ciento, respectivamente, frente a los niveles observados al cierre del año anterior, perdiendo parte de las ganancias obtenidas durante 2004.<sup>12</sup> Por otra parte, las perspectivas favorables de crecimiento económico en los Estados Unidos y la expectativa de un mayor diferencial de tasas de interés a favor de este país, entre otros factores, fortalecieron durante los primeros meses del año el valor del dólar frente a las principales monedas, a pesar de la ampliación del déficit externo. De finales de 2004 al término del primer trimestre, la divisa norteamericana se apreció 2.9 por ciento en términos nominales efectivos frente a las principales monedas. No obstante, a finales de marzo, el tipo de cambio nominal del dólar contra dichas divisas se había depreciado 27.5 por ciento en relación al máximo alcanzado en febrero de 2002.<sup>13</sup>

Los organismos internacionales y los analistas privados han mantenido la perspectiva de una desaceleración de la actividad económica en los Estados Unidos en 2005 y 2006. Se espera que el crecimiento del PIB disminuya de una tasa de 4.4 por ciento en 2004 a 3.7 y 3.4 por ciento en 2005 y 2006, respectivamente (Cuadro 4), en tanto que las expectativas de inflación se han mantenido relativamente estables. Los analistas proyectan incrementos de 2.6 y 2.4 por ciento en promedio para el índice de precios al consumidor durante 2005 y 2006, respectivamente (2.7 por ciento en 2004).

No obstante este escenario, persisten varios factores de riesgo. Cabe destacar, entre ellos, los que se derivan de la magnitud actual de los desequilibrios en el sector externo y en las finanzas públicas. Asimismo, se ha presentado cierta preocupación por el posible impacto sobre la inflación, y por ende sobre las tasas de interés, de la creciente presión sobre la utilización de recursos en la economía y del reciente repunte de los precios del petróleo. En cuanto al desequilibrio externo, el déficit en cuenta corriente estadounidense durante los últimos años, resultado en buena medida del aumento del déficit fiscal de ese país, alcanzó un nivel récord en 2004 y se espera un nuevo deterioro en 2005 y 2006. Una corrección abrupta del déficit externo podría acarrear problemas

---

<sup>12</sup> En abril el mercado accionario alcanzó nuevos mínimos para el año, frente a señales de una desaceleración de la actividad más pronunciada de lo antes esperado. De finales de diciembre al 22 de abril, los índices Dow Jones y NASDAQ disminuyeron en 5.4 y 10.3 por ciento, respectivamente.

<sup>13</sup> El dólar se mantuvo relativamente estable a lo largo de abril. El tipo de cambio frente a las principales monedas registró al 22 de abril una depreciación de 0.1 por ciento frente al nivel del cierre de marzo.

tanto a los mercados financieros internacionales, como a las perspectivas de crecimiento mundial. Por otro lado, un retraso en su corrección podría hacer más costoso el ajuste en un futuro. Los retos planteados por el elevado déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos se ven acentuados por las dudas de los analistas respecto de la perspectiva para el déficit fiscal de ese país, la debilidad de la actividad económica en algunos de sus principales socios comerciales y la renuencia de otros países de permitir que sus tipos de cambio reflejen las condiciones del mercado. Por supuesto, es de esperarse que el déficit en la balanza en cuenta corriente estadounidense se mantenga en niveles elevados mientras exista interés en el resto del mundo por acumular activos en dólares a las actuales tasas de interés.

### II.2.1.3. Evolución de la Economía del Resto del Mundo

La economía de la zona del euro creció 0.6 por ciento a tasa trimestral anualizada en el cuarto trimestre de 2004, después de haber registrado una expansión de 1.0 por ciento en el tercer trimestre. Si bien la situación difiere de un país a otro, a nivel regional la desaceleración de la actividad económica obedeció principalmente al debilitamiento del sector externo. Diversos indicadores oportunos de la demanda interna, así como la trayectoria de la producción industrial, sugieren un tenue fortalecimiento de la actividad económica en el primer trimestre de 2005. Sin embargo, los índices de confianza empresarial interrumpieron su tendencia ascendente hacia el cierre del trimestre. Además, la recuperación de la zona del euro enfrenta diversos riesgos, entre ellos los derivados de la apreciación del tipo de cambio y de los mayores precios del petróleo, así como de la fragilidad de la confianza de empresas y consumidores, especialmente en Alemania. En este contexto, los analistas del sector privado han ajustado a la baja sus proyecciones de crecimiento económico en la región durante 2005, esperándose en la actualidad una expansión de 1.5 por ciento (Cuadro 5).<sup>14</sup>

Después de registrar dos contracciones consecutivas en el segundo y tercer trimestres, la economía japonesa creció, si bien marginalmente, durante el periodo octubre-diciembre de 2004 (0.5 por ciento a tasa trimestral anualizada). La encuesta de ingreso y gasto de las familias apunta a un fortalecimiento del gasto de los hogares, y las autoridades estiman que la producción industrial repuntó en el primer trimestre. En este entorno, los analistas esperan que se registre un fortalecimiento de la actividad

<sup>14</sup> El PIB de la zona del euro creció 2.1 por ciento en 2004.

económica, el cual pudiera verse reflejado en los resultados para el periodo enero-marzo. Sin embargo, el gasto puede verse afectado por el reciente aumento de la tasa de desempleo y la continua caída de los salarios. Adicionalmente, la encuesta Tankan de marzo revela un menor optimismo del sector empresarial. Por lo tanto, se proyecta que el PIB crezca tan sólo 1.0 por ciento en 2005.<sup>15</sup>

En Asia Emergente se observó un crecimiento sólido del PIB durante el último trimestre de 2004.<sup>16</sup> En particular, el PIB de China se incrementó 9.5 por ciento a tasa anual en dicho periodo, traduciéndose en una nueva aceleración de la actividad a pesar de las medidas instrumentadas durante el año para evitar el riesgo de un sobrecalentamiento de la economía. El crecimiento del PIB en ese lapso estuvo determinado por el fortalecimiento de las exportaciones y la expansión de la inversión. La mayoría de los analistas privados anticipa una disminución en el ritmo de crecimiento económico regional en 2005.<sup>17</sup> Sin embargo, los indicadores disponibles para el primer trimestre del año aún no reflejan dicha desaceleración. En China, por ejemplo, el PIB continuó creciendo por encima de las expectativas (9.5 por ciento a tasa anual).

Cuadro 5

**Crecimiento del PIB en otros Países Industriales**

Variación anual y trimestral anualizada en por ciento

	Pronósticos al finalizar el cuarto trimestre		Información más reciente		
			Estimado		Pronóstico
	I-2005 <sup>1/</sup>	2005 <sup>2/</sup>	I-2005 <sup>1/</sup>	2005 <sup>2/</sup>	2006 <sup>2/</sup>
Canadá	2.4	3.0	1.2	2.6	2.9
Eurozona	1.6	1.7	1.6	1.5	1.9
Japón	0.4	1.5	1.6	1.0	1.7
Reino Unido	2.0	2.5	2.0	2.5	2.3

1/ Variación trimestral anualizada en por ciento de series ajustadas estacionalmente.

2/ Variación anual en por ciento.

Fuente: Consensus Forecasts del 6 de diciembre de 2004, 14 de marzo y 11 de abril de 2005. La variación trimestral anualizada se calcula a partir del pronóstico de variación trimestral que se reporta.

El crecimiento del PIB en América Latina durante 2004 excedió las expectativas, apoyado por un contexto externo favorable (reflejado en una mejora de los términos de intercambio de varios países) y el repunte de la demanda interna. En algunos casos, ésta respondió a su vez en gran parte a la recuperación de episodios de crisis. Así, la región alcanzó durante el año un

<sup>15</sup> La economía japonesa creció 2.7 por ciento en 2004.

<sup>16</sup> Asia Emergente incluye a los países en desarrollo de Asia, las economías asiáticas de reciente industrialización y Mongolia.

<sup>17</sup> El Fondo Monetario Internacional pronostica un crecimiento de 7.0 por ciento para Asia Emergente en 2005 y el Banco Asiático de Desarrollo pronostica 6.5 por ciento.

crecimiento económico estimado en 5.7 por ciento, el mayor desde 1980. Los analistas anticipan una desaceleración del crecimiento del PIB en 2005, a 4.5 por ciento. De hecho, el comportamiento de los indicadores oportunos durante los primeros meses de este año sugiere un menor vigor de la actividad económica en algunos países. En Brasil, la tasa anual de crecimiento de la producción industrial se redujo a 4.4 por ciento en febrero, que se compara con cifras de alrededor de 12 por ciento a mediados del año pasado. Por su parte, el índice mensual de actividad económica de Chile registró en febrero un incremento anual de 5.6 por ciento, cifra inferior a las observadas en el segundo semestre de 2004. En el caso de Argentina, los signos de desaceleración son menos evidentes: el índice mensual de actividad económica se expandió en febrero a una tasa anual de 8.6 por ciento. Por otra parte, en algunos países de la región, entre ellos Brasil y Argentina, se ha observado un aumento de las expectativas de inflación por encima de los límites objetivo establecidos por sus respectivos bancos centrales.

Las condiciones de acceso a financiamiento externo para los países emergentes se mantuvieron en general favorables durante los primeros meses del año. Los márgenes sobre la deuda soberana de este grupo de países, medidos con base en el índice EMBI Global, cayeron a un mínimo histórico de 322 puntos base a principios de marzo. Sin embargo, posteriormente los diferenciales de rendimiento de la deuda de las economías emergentes, al igual que los de los bonos corporativos estadounidenses de riesgo similar, han registrado cierto repunte. En lo anterior ha influido la incertidumbre inflacionaria en los Estados Unidos, con la consecuente reacción por parte de la Reserva Federal, y el deterioro crediticio de algunos emisores de dicho país, lo cual ha dado lugar a una mayor percepción de riesgo entre los inversionistas y está generando una recomposición en los perfiles de riesgo de las carteras de inversión. El repunte de los márgenes no ha afectado de manera significativa a las economías emergentes, ya que muchas de ellas aprovecharon las condiciones favorables que prevalecieron en el último año para prefinanciar parcial o totalmente sus requerimientos de financiamiento externo para 2005. Cabe señalar que, si bien la situación económica de muchos de estos países los ha hecho menos vulnerables a los aumentos en las tasas de interés externas, no puede descartarse la posibilidad de que un incremento brusco de dichas tasas afecte considerablemente las condiciones de acceso de algunos de ellos, -especialmente los de menor calidad crediticia- a los mercados financieros internacionales.<sup>18</sup>

---

<sup>18</sup> Un evento relevante durante el trimestre fue que a fines de febrero concluyó el intercambio de bonos para reestructurar la deuda de Argentina.

## II.2.2. Salarios, Productividad y Empleo

En el primer trimestre de 2005 la evolución de los salarios y de la productividad en México se caracterizó por lo siguiente:

- a) Los salarios contractuales registraron un incremento promedio igual al observado en el mismo periodo del año anterior.
- b) El costo unitario de la mano de obra (CUMO) en las industrias maquiladora y manufacturera no maquiladora, así como en el sector comercio al menudeo, continuó registrando variaciones anuales negativas. En general, ello fue consecuencia de aumentos en la productividad y de reducciones en las remuneraciones medias reales en los sectores referidos.

### II.2.2.1. Salarios Contractuales

En el periodo enero-marzo de 2005, los salarios contractuales negociados por los trabajadores en empresas de jurisdicción federal registraron un incremento nominal promedio de 4.5 por ciento. Dicha variación fue igual al aumento correspondiente en el mismo lapso de 2004. Por tipo de propiedad, en las empresas públicas se registró un incremento en los salarios contractuales de 3.6 por ciento en el primer trimestre del año, mientras que en las empresas privadas el aumento fue de 4.7 por ciento (Cuadro 6).

**Cuadro 6 Incremento al Salario Contractual y Trabajadores Beneficiados según Tipo de Empresa**  
Cifras en por ciento

	2004					2005			
	Promedio <sup>1/</sup>					Promedio <sup>1/</sup>			
	I	II	III	IV	Ene-Dic	Ene	Feb	Mar	Ene-Mar
<b>Incremento al Salario Contractual (por ciento)</b>									
Total	4.5	4.5	4.3	3.4	4.1	4.3	4.5	4.6	4.5
Empresas Públicas	3.9	3.9	4.0	3.0	3.5	3.4	3.3	4.0	3.6
Empresas Privadas	4.6	4.6	4.7	4.3	4.6	4.6	4.7	4.7	4.7
<b>Trabajadores Beneficiados (participación porcentual)</b>									
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Empresas Públicas	20	21	48	72	42	20	10	24	19
Empresas Privadas	80	79	52	28	58	80	90	76	81

<sup>1/</sup> Promedio ponderado por el número de trabajadores beneficiados en el periodo.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de la Secretaría del Trabajo y Previsión Social.



### II.2.2.2. Remuneraciones y Productividad

En el periodo comprendido entre noviembre de 2004 y enero de 2005, el costo unitario de la mano de obra (CUMO) en las industrias maquiladora y manufacturera no maquiladora, así como en el sector comercio al menudeo, registró variaciones anuales negativas. Ello fue producto de disminuciones de las remuneraciones medias en términos reales e incrementos en la productividad laboral en los tres sectores mencionados (Cuadro 7).

En el caso de la industria manufacturera no maquiladora, el CUMO observó una disminución anual de 5.6 por ciento durante el periodo noviembre 2004-enero 2005 (Cuadro 7 y Gráfica 11). Esta evolución fue atribuible a la disminución anual de las remuneraciones medias reales (0.7 por ciento en el lapso referido) y, en mayor medida, a las ganancias en productividad. Este último indicador promedió 5.2 por ciento de incremento durante el lapso mencionado y se explica, en lo principal, por un desempeño vigoroso en la producción del sector (crecimiento anual promedio de 4.1 por ciento en los meses referidos).

**Cuadro 7 Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO por Sector de Actividad Económica**

Cifras originales, variación anual en por ciento

	Industria Manufacturera no Maquiladora			Industria Maquiladora			Sector Comercio al Menudeo		
	Productividad Laboral	Remuneraciones Medias Reales	CUMO	Productividad Laboral	Remuneraciones Medias Reales	CUMO	Productividad Laboral	Remuneraciones Medias Reales	CUMO
<b>2004</b>									
Ene	4.6	0.7	-3.7	1.2	2.3	1.2	7.7	-0.6	-7.7
Feb	6.0	1.7	-4.0	1.0	2.0	1.0	11.6	1.9	-8.7
Mar	10.1	1.7	-7.6	4.6	2.6	-2.0	9.7	2.0	-7.0
Abr	6.3	2.3	-3.8	4.6	1.6	-2.8	9.0	2.1	-6.3
May	4.8	-1.3	-5.8	4.0	0.2	-3.7	7.8	4.9	-2.7
Jun	8.7	0.5	-7.6	3.6	-0.1	-3.6	5.3	5.4	0.1
Jul	6.2	-1.0	-6.8	1.8	-1.7	-3.4	5.1	4.8	-0.3
Ago	7.5	-0.7	-7.7	1.1	-2.6	-3.7	3.7	12.0	7.9
Sep	6.7	1.0	-5.3	5.0	0.7	-4.1	7.2	-0.4	-7.1
Oct	2.5	-2.0	-4.4	-1.2	-3.1	-2.0	5.4	1.9	-3.3
Nov	7.1	-0.3	-6.9	-0.7	-4.1	-3.4	5.3	-1.2	-6.2
Dic	5.0	-1.3	-6.0	3.8	-0.3	-3.9	6.3	-0.6	-6.5
<b>Ene-Dic</b>	<b>6.3</b>	<b>0.0</b>	<b>-5.8</b>	<b>2.4</b>	<b>-0.2</b>	<b>-2.6</b>	<b>6.9</b>	<b>2.6</b>	<b>-4.1</b>
<b>2005</b>									
Ene	3.5	-0.5	-3.9	-1.1	-2.7	-1.6	6.1	-3.1	-8.7
<b>Nov 2004- Ene 2005 */</b>	<b>5.2</b>	<b>-0.7</b>	<b>-5.6</b>	<b>0.6</b>	<b>-2.3</b>	<b>-3.0</b>	<b>5.9</b>	<b>-1.6</b>	<b>-7.1</b>

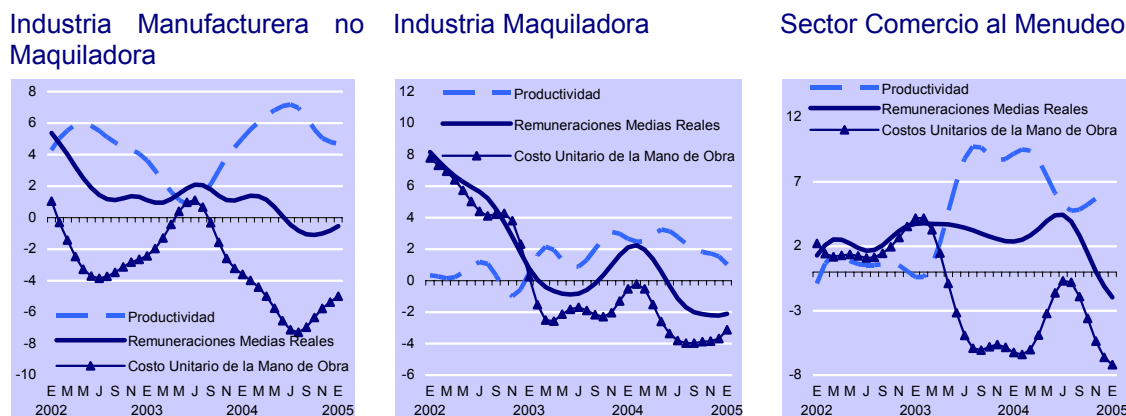
\*/ Se reporta la información del último trimestre disponible, que corresponde al periodo comprendido entre noviembre de 2004 y enero de 2005.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de INEGI.

Gráfica 11

**Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO**

Tendencia, variación anual en por ciento



Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de INEGI.

El CUMO en la industria maquiladora registró una variación promedio anual de -3.0 por ciento entre noviembre de 2004 y enero de 2005. Ello fue, en gran parte, consecuencia de una reducción en las remuneraciones medias reales de 2.3 por ciento, misma que fue acompañada por un aumento de 0.6 por ciento en la productividad laboral (Cuadro 7 y Gráfica 11). Es pertinente comentar que este último indicador presentó una tendencia descendente, que se explica por la recuperación observada en el empleo de este sector.

Por su parte, la variación anual del CUMO en el sector comercio al menudeo fue en promedio -7.1 por ciento durante el lapso comprendido entre noviembre de 2004 y enero de 2005. Dicho comportamiento es atribuible, en mayor grado, a las ganancias en productividad, cuya variación anual promedio fue de 5.9 por ciento y, en menor medida, a la baja de 1.6 por ciento en las remuneraciones medias reales (Cuadro 7 y Gráfica 11).

**II.2.2.3. Empleo**

La expansión de la actividad económica durante el primer trimestre de 2005, ha venido acompañada de una mejoría en diversos indicadores del mercado laboral. En general, la evolución en el trimestre de dicho mercado se caracterizó por los siguientes aspectos: a) un aumento del empleo formal, aunque su incremento a tasa anual fue atenuado en el mes de marzo por el efecto de los días de asueto asociados a la Semana Santa; b) la generación de nuevas plazas de trabajo resultó más vigorosa en los empleos eventuales que en los permanentes, y fue más intensa en las empresas de mayor tamaño; c) el aumento del empleo formal tuvo lugar de manera prácticamente generalizada en todas las entidades

del país, pero su dinamismo fue mayor en la zona norte; d) el número de trabajadores inscritos en el IMSS se incrementó en la mayoría de los sectores de actividad; e) las encuestas mensuales de empleo manufacturero que recaba el INEGI muestran que la ocupación continuó recuperándose de manera significativa en la industria maquiladora (a 1,143,644 trabajadores en enero de 2005), aunque su nivel todavía presentó una fuerte disminución con relación a los máximos alcanzados en 2000 (1,347,803 trabajadores en octubre de 2000); y, f) en el primer bimestre del año, la tasa de desempleo abierto en las áreas urbanas se incrementó en las cifras originales con relación al nivel promedio que mostró en el cuarto trimestre de 2004, si bien el aumento correspondiente con datos desestacionalizados fue modesto.

El número de trabajadores asegurados en el IMSS se ubicó al cierre de marzo de 2005 en 12,612,825 personas, cifra superior en 103,399 ocupaciones a la de cierre de diciembre del año pasado. Dicho aumento reflejó ascensos de 17,883 trabajadores asegurados permanentes y 85,516 eventuales urbanos. Ese resultado se presentó a pesar de la disminución que registró el número de trabajadores asegurados en la segunda quincena de marzo en razón de la Semana Santa. Por otra parte, cabe señalar que con datos desestacionalizados el número de trabajadores se elevó en el trimestre en 87,561 personas, como saldo neto de incrementos mensuales en enero y febrero y un descenso en marzo.<sup>19</sup> De esa manera, con datos desestacionalizados, el número de trabajadores asegurados observó alzas a tasa mensual en diecinueve de los últimos veinte meses para generar en ese periodo un total de 467,334 nuevos empleos formales. Este avance implicó que al cierre de marzo este indicador se ubicara por encima del nivel que había alcanzado a finales de 2000 (Gráfica 12). Por otra parte, al comparar el número de trabajadores registrados en el IMSS al cierre de marzo de 2005 con la cifra correspondiente en ese mismo mes en 2004, resulta un aumento de 293,010 personas. Esa variación anual es menor a la que se observó al cierre de diciembre de 2004 de 318,634 personas (Gráfica 12). Este resultado refleja el efecto ya mencionado de la Semana Santa.

La generación de empleo formal en el primer trimestre de 2005 comprendió a la mayoría de las entidades federativas, pero tuvo una mayor incidencia en los estados de la frontera norte (Gráfica 13).<sup>20</sup> Este hecho refleja en buena medida el

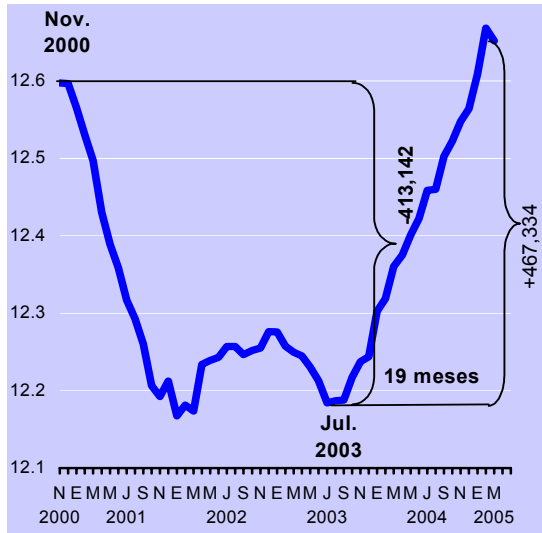
<sup>19</sup> Cabe señalar que es complicado desestacionalizar series económicas cuando se trata de ajustar por eventos tales como el de la Semana Santa, cuya ubicación incluso cambió de mes de 2004 a 2005 y que además en el presente año también coincidió con el día de asueto del 21 de marzo.

<sup>20</sup> Con excepción de Guanajuato, Campeche, Veracruz y Nayarit, entidades donde el empleo formal mostró leves descensos en el trimestre.

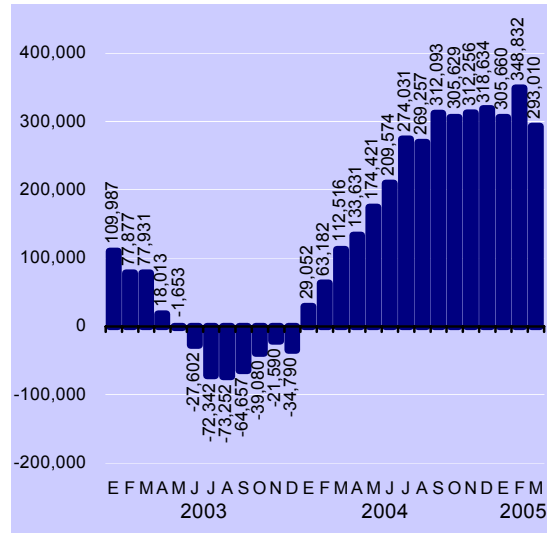
comportamiento favorable que ha registrado la demanda externa y, en especial, la proveniente de Estados Unidos. En la evolución que mostró este indicador durante los primeros meses de 2005 sobresale que su recuperación siguió siendo más vigorosa en las empresas de mayor tamaño (de 101 a 500 trabajadores y de 501 ó más). De hecho, el número de trabajadores se redujo en las más pequeñas (de 1 a 15 trabajadores).

**Gráfica 12 Trabajadores Asegurados: Permanentes y Eventuales Urbanos**

a) Millones de Trabajadores Asegurados  
Datos desestacionalizados



b) Número de Asegurados en el IMSS  
Variación anual de datos originales



Fuente: IMSS y desestacionalización efectuada por el Banco de México.

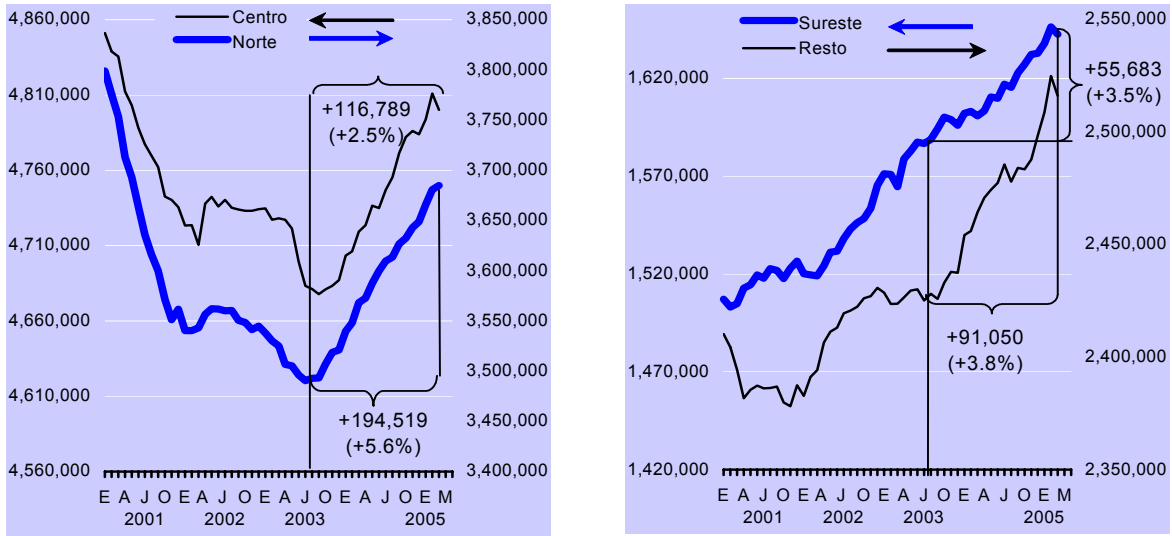
El aumento del empleo formal se observó en la mayoría de los sectores económicos. De esta forma, con datos desestacionalizados, hubo avances en el trimestre de la ocupación en el comercio (30,748 trabajadores), en la industria de la construcción (8,441 personas) y en el sector manufacturero (14,688 trabajadores) y en diversas actividades de servicios.

Un aspecto sobresaliente del comportamiento mostrado por el empleo manufacturero en los años recientes es la correlación que ha mantenido con la ocupación en ese sector en los Estados Unidos (Gráfica 14). Ello es consecuencia de la estrecha vinculación que existe entre la producción manufacturera en México y la de ese país. En la evolución de la ocupación manufacturera en los dos países destaca la contracción que presentó durante 2001-2003, seguida de una mejoría a partir de 2004, la cual ha sido más significativa en México.

Gráfica 13

**Empleo Formal en las Distintas Regiones del País<sup>1</sup>**

Número de trabajadores asegurados y datos desestacionalizados



1 La región Centro comprende al Distrito Federal, Guanajuato, Hidalgo, México, Morelos, Puebla, Querétaro y Tlaxcala; la región Norte a Baja California, Baja California Sur, Coahuila, Chihuahua, Nuevo León, Sonora y Tamaulipas; la región Sureste a Campeche, Chiapas, Guerrero, Oaxaca, Quintana Roo, Tabasco, Veracruz y Yucatán y el Resto incluye a Aguascalientes, Colima, Durango, Jalisco, Michoacán, Nayarit, San Luis Potosí, Sinaloa y Zacatecas.

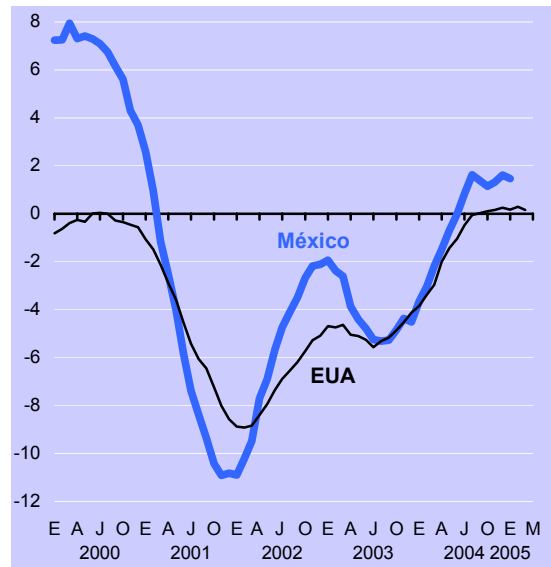
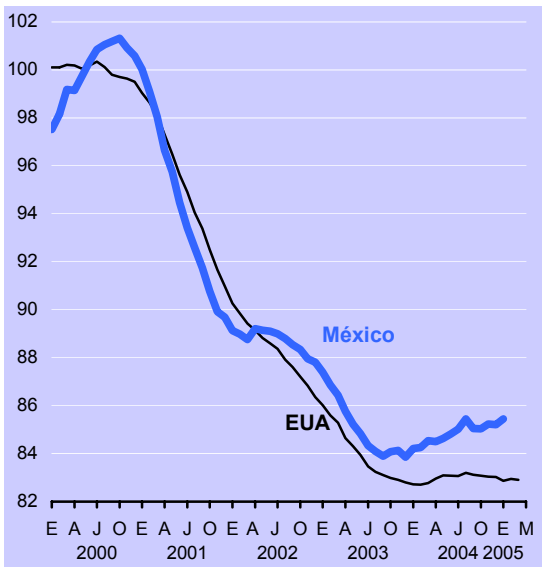
Fuente: IMSS. La desestacionalización y la regionalización la efectuó el Banco de México.

Gráfica 14

**Empleo en el Sector Manufacturero en México y en Estados Unidos**

a) Datos desestacionalizados y 2000=100

b) Variaciones anuales en por ciento



Fuente: Para México, los datos provienen del IMSS y la desestacionalización la efectuó el Banco de México. Para Estados Unidos, las cifras desestacionalizadas provienen del Bureau of Labor Statistics, Departamento de Trabajo de Estados Unidos.

Actualmente se cuenta en México con dos indicadores de tasa de desempleo, ambos con periodicidad mensual. El primero comprende a las áreas urbanas del país y se deriva de la Encuesta Nacional de Empleo Urbano que recaba el INEGI en 32 ciudades.

El segundo mide la tasa de desempleo a nivel nacional (cubre tanto a las áreas urbanas como a las rurales) y se calcula con una nueva encuesta del INEGI, denominada Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), recabada a partir de enero del presente año. Con base en lo anterior en el primer bimestre de 2005 la tasa de desempleo abierto en las áreas urbanas se ubicó en las cifras originales en 3.84 por ciento y con datos desestacionalizados resultó de 3.79 por ciento. Esta última tasa se compara con la de 3.69 por ciento registrada en el cuarto trimestre del año pasado. Por otra parte, la nueva tasa de desempleo a nivel nacional en los primeros dos meses de 2005 tuvo un promedio de 3.98 por ciento y no se cuenta con información que permita hacer una comparación con relación a sus niveles en 2004.

### **II.2.3. Oferta y Demanda Agregadas**

Durante el primer trimestre de 2005 el producto mostró una expansión significativa a tasa anual, pero más moderada que la observada el año pasado en su conjunto. A esta expansión contribuyeron todos los componentes de la demanda agregada, tanto los de origen interno, como los provenientes del exterior. En el periodo de análisis, el gasto de consumo registró un importante crecimiento anual, mientras que continuó el avance de la inversión, la cual ya había presentado un repunte en la segunda mitad del año pasado.

En general, la actividad económica en el primer trimestre se benefició de un entorno externo favorable. En particular, continuó la expansión de la demanda externa, lo cual se reflejó en nuevos incrementos anuales de las exportaciones de bienes y servicios. No obstante, éstos se desaceleraron con relación a los registrados en 2004, particularmente, frente a los observados en el segundo y tercer trimestres de ese año. Asimismo, otros factores contribuyeron a ampliar la disponibilidad de recursos en el periodo, lo que impulsó al gasto interno. Cabe destacar, por su magnitud, los mayores ingresos del exterior tanto por concepto de exportación de petróleo, como por remesas familiares. Por otra parte, continuaron creciendo a un ritmo elevado el crédito al consumo y el hipotecario, y empezó a repuntar el otorgado a las empresas. En su conjunto, el escenario descrito propició que se mantuviera con vigor el gasto de consumo y que se incentivara el de inversión.

Dos aspectos adicionales caracterizaron la evolución de la actividad económica en el primer trimestre. Por un lado, la expansión que experimentaron la demanda agregada y el producto implicaron importaciones crecientes de bienes y servicios. Este último fenómeno también fue reflejo de que, en el periodo, el

crecimiento anual de la demanda interna superó al que registró el PIB. Por otra parte, el comportamiento actual de los distintos componentes de la demanda agregada y sus expectativas para el presente año sugieren que la contribución al crecimiento económico se originará principalmente en el gasto interno, por arriba de la aportación de la demanda externa.

Es importante mencionar que en 2005 será complicado evaluar de manera precisa las cifras económicas correspondientes a los meses de marzo y abril. Ello debido a que, en este año, el periodo vacacional de Semana Santa ocurrió en marzo, mientras que en 2004 éste se presentó en abril. Como resultado de ello, se redujo el número de días laborables en el primer trimestre, lo que conducirá a una disminución significativa del crecimiento a tasa anual de los indicadores de la actividad económica. En contrapartida, se espera que suceda lo opuesto en el segundo trimestre. De hecho, algunos indicadores de la producción y el gasto presentaron en el mes de marzo tasas anuales negativas, previéndose que éstas resulten positivas y relativamente elevadas en abril.

En síntesis, en la evolución que mostró la actividad económica en el primer trimestre de 2005 cabe resaltar los siguientes aspectos:

- a) El efecto estadístico de la Semana Santa sobre el nivel de la actividad económica en el primer trimestre del año implicará que el crecimiento anual del producto resulte significativamente menor al registrado en el trimestre previo, aunque se espera que en el segundo trimestre ocurra lo opuesto. Por otra parte, en los indicadores disponibles de producción destaca que en el primer bimestre del año el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) haya mostrado un crecimiento anual de 3.7 por ciento. Este se derivó de una expansión de sus tres componentes, sobresaliendo el incremento anual del sector servicios de 4.8 por ciento.
- b) Los componentes interno y externo de la demanda agregada presentaron alzas a tasa anual y se anticipa que éstas hayan superado en el trimestre a las registradas por el producto. No obstante, debido al referido efecto de Semana Santa, las tasas anuales de esos rubros serán menores que las observadas en el trimestre previo.
- c) El crecimiento del consumo privado se reflejó en diversos indicadores de ventas: i) en el primer bimestre del año, las ventas al menudeo registraron un crecimiento anual de

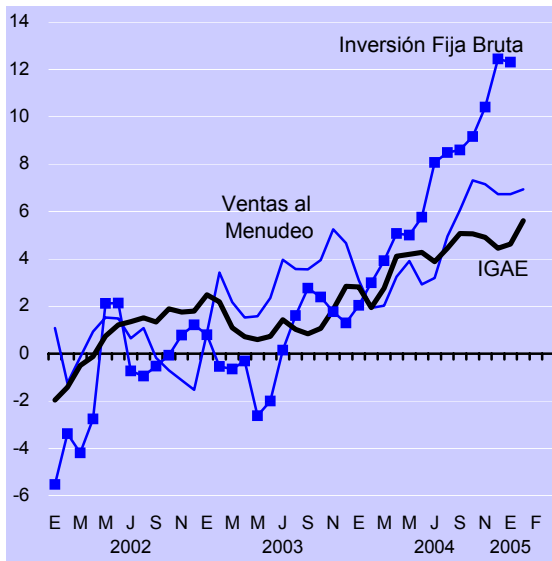
5.1 por ciento; ii) las ventas de las tiendas de la ANTAD presentaron, en el primer trimestre, un crecimiento anual de 9.8 por ciento; y, iii) las ventas al menudeo de vehículos mostraron, en el primer trimestre, un incremento de 2.2 por ciento a tasa anual (Gráfica 15a).

d) Al igual que en el segundo semestre de 2004, la inversión resultó ser el componente que mostró el mayor dinamismo en la demanda interna (Gráfica 15a). Así, en enero la inversión registró un crecimiento anual de 10.2 por ciento (7.5 por ciento en 2004), con aumentos significativos en todos sus componentes y se estima que, en el primer bimestre, la tasa correspondiente haya sido de aproximadamente 8.6 por ciento. Por su parte, en el primer trimestre las importaciones de bienes de capital mostraron un incremento anual de 17.7 por ciento. El componente de construcción incluido en el gasto de inversión tuvo una expansión de 3 por ciento en el primer bimestre del año. Ello como respuesta a la mayor construcción de vivienda y obra pública en infraestructura. No obstante, cabe señalar que el incremento anual de la construcción perdió fuerza de enero a febrero, al pasar de 5.2 a 0.7 por ciento.

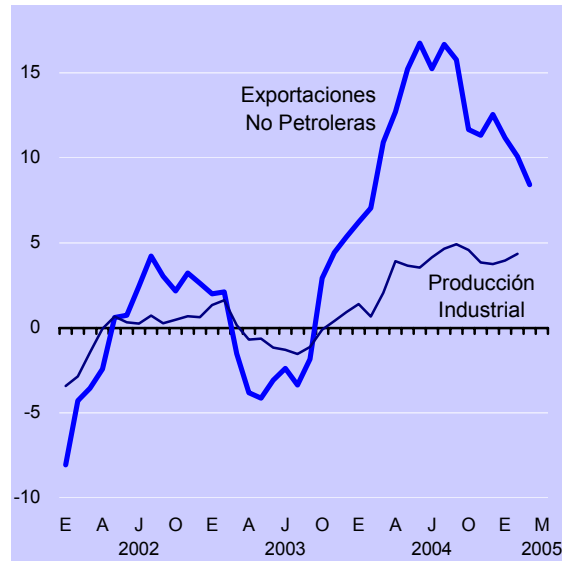
**Gráfica 15** Indicadores de Demanda Agregada y Producción

Variaciones anuales en por ciento de un promedio móvil de dos meses de datos desestacionalizados

a) Demanda Interna y Producción



b) Demanda Externa y Producción

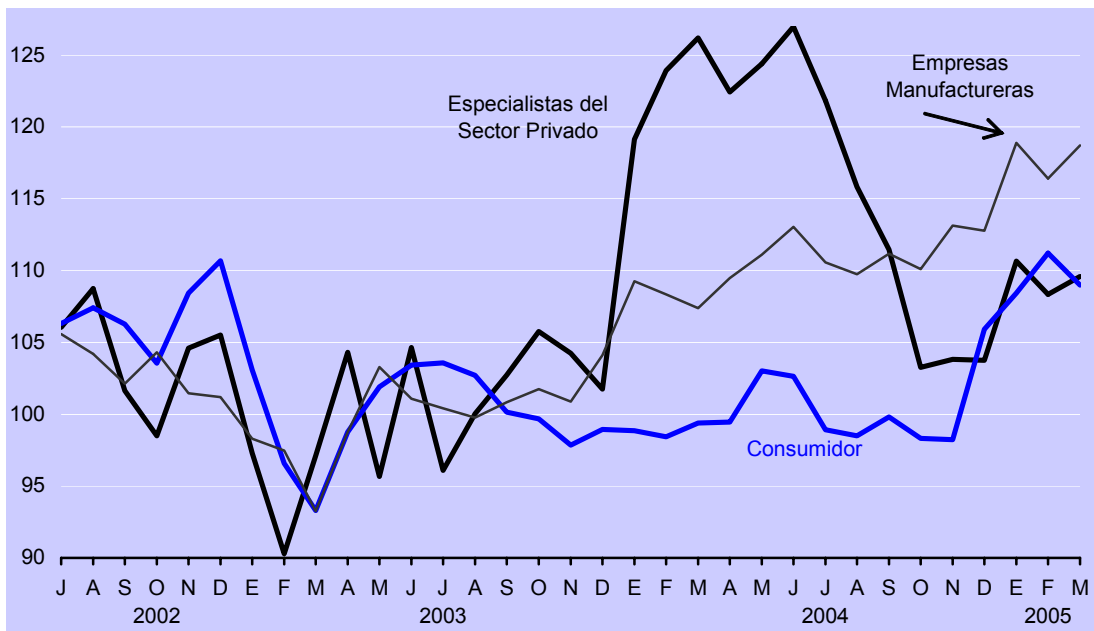


Fuente: a) INEGI y b) INEGI y Banco de México.



- e) La producción industrial continuó avanzando como resultado de aumentos de sus cuatro sectores. En el bimestre enero-febrero de 2005 la producción industrial y la manufacturera registraron respectivos crecimientos anuales de 2.4 y 2.7 por ciento. Cabe precisar que, debido al efecto de la Semana Santa, es de esperarse que en marzo las variaciones anuales de esos dos indicadores de producción resulten significativamente menores a las del primer bimestre (e incluso pudieran ser negativas).
- f) Los tres indicadores de confianza que se elaboran para México mostraron en el periodo un avance con relación a sus niveles del cuarto trimestre del año pasado (Gráfica 16). Así, el nivel promedio del Índice de Confianza de los Analistas del Sector Privado en el primer trimestre del año superó en 5.7 por ciento al registrado en el trimestre previo. Por su parte, en esa misma comparación el alza de los Índices de Confianza de las Empresas Manufactureras y de Confianza del Consumidor resultó, respectivamente, de 5.4 y 8.6 por ciento.

**Gráfica 16** **Índices de Confianza y de Clima de Negocios**  
Índices 2003 = 100



Fuente: Banco de México e INEGI.

Es importante destacar que la recuperación significativa que presentó el gasto de inversión durante 2004 y especialmente en la segunda mitad de ese año, ha continuado en los meses transcurridos de 2005. Ello contribuyó a que en enero pasado

dicho indicador superara, medido a precios constantes y con datos desestacionalizados, el nivel máximo que había registrado en noviembre de 2000. A pesar de esta mejoría, para que se consolide una recuperación sólida y sostenida de la inversión se requiere avanzar en materia de cambio estructural. Esto considerando que dicho cambio eleva la rentabilidad de la inversión y abre nuevas oportunidades al gasto de capital en diversos sectores. Asimismo, fortalece la productividad de los factores y la competitividad del país para enfrentar la competencia de otras economías, tanto en el mercado interno como en los del exterior. Al respecto, cabe comentar que, en las diversas encuestas que recaba periódicamente el Banco de México entre las empresas del sector manufacturero, así como entre las que realizan inversión extranjera directa, y entre los analistas económicos se señala reiteradamente que dicho factor constituye el principal obstáculo que impide alcanzar mayores niveles de inversión.

En suma, la evolución de una amplia gama de indicadores permite estimar que en el primer trimestre de 2005 el crecimiento anual del PIB haya resultado cercano a 3 por ciento, tasa que fue influida a la baja por el efecto de la Semana Santa.<sup>21</sup> Al respecto, cabe comentar que el crecimiento anual del PIB en dicho trimestre fue cercano a 4 por ciento, una vez que se ajusta por el referido efecto estadístico de la Semana Santa.

Por otra parte, a pesar de la significativa expansión que mostró la demanda agregada en el primer trimestre del año, las cifras disponibles no permiten identificar que en ese periodo se hayan generado presiones considerables sobre la inflación. No obstante, el Banco de México seguirá dando un seguimiento cuidadoso y continuo de lo anterior. Ello considerando que, por un lado, la economía está transitando por la fase alta de su ciclo, lo que implica que se haya ido estrechando en diversos sectores la capacidad productiva sin utilizarse y que, por otro, se anticipa que en el trimestre de referencia, al igual que ocurrió en el cuarto del año pasado, el ritmo de crecimiento de la demanda interna haya superado al que registró el PIB.

---

<sup>21</sup> La última información oficial disponible sobre la evolución del PIB y de la oferta y demanda agregadas se refiere al cuarto trimestre de 2004. En dicho periodo sobresalieron los crecimientos anuales de las exportaciones de bienes y servicios (de 10.3 por ciento), del consumo privado (7 por ciento) y el fortalecimiento a tasa anual de la formación bruta de capital (de 10.9 por ciento). Esto último como resultado de un significativo incremento anual de la inversión privada (12.6 por ciento) y de la efectuada por el sector público (7.4 por ciento).

#### **II.2.4. Balanza de Pagos y Flujos de Capital**

Los aspectos mas sobresalientes en la evolución del sector externo de la economía mexicana durante el primer trimestre de 2005, fueron los siguientes: a) un crecimiento de las exportaciones no petroleras más moderado que el registrado en la segunda mitad de 2004; b) un incremento importante del valor de las exportaciones petroleras; c) un menor crecimiento de las importaciones que el observado en la segunda parte del año pasado. Esto reflejó una desaceleración de las de bienes intermedios, mientras que los aumentos de las de bienes de capital y de consumo se mantuvieron elevados; d) saldos deficitarios moderados de las balanzas comercial y en cuenta corriente, a pesar de la expansión significativa que tuvo la demanda interna, (ello respondió, en parte, a la estacionalidad de esas balanzas, que implicó descensos de sus saldos deficitarios con respecto a sus niveles del último trimestre de 2004); e) un incremento del ingreso de recursos al país por concepto de remesas familiares; f) un superávit moderado de la cuenta de capital; y, g) una pequeña acumulación de reservas internacionales.

La evolución del comercio exterior durante el primer trimestre de 2005 estuvo influida por dos aspectos: por un lado, factores estacionales, asociados al hecho de que en 2005 la Semana Santa ocurrió en el mes de marzo, y, por el otro, una moderación del crecimiento de las exportaciones no petroleras. En el presente año la Semana Santa ocurrió en marzo, mientras que en 2004 se ubicó en abril, hecho que redujo el número de días hábiles del primer trimestre de 2005. Ese factor influyó a la baja en los niveles de las exportaciones no petroleras y de importaciones de mercancías en el trimestre y, en consecuencia, en sus crecimientos a tasa anual.

En el trimestre que se reporta las exportaciones petroleras registraron nuevamente un incremento significativo a tasa anual, como reflejo de los elevados precios del crudo. Así, en el trimestre el precio promedio de la mezcla mexicana de exportación se ubicó en 34.26 dólares por barril, nivel superior al del trimestre previo (33.54 dólares), y que representó uno de los más altos observados históricamente. Por su parte, la desaceleración del crecimiento de las importaciones de mercancías se originó en las de bienes intermedios, lo que respondió a un menor dinamismo de la producción interna. A su vez, esta última fue influida, en parte, por un crecimiento más moderado de las exportaciones manufactureras.

Las exportaciones de mercancías crecieron 8.6 por ciento a tasa anual en el primer trimestre del año en curso, como resultado

de incrementos de 28.5 por ciento de las exportaciones petroleras, y de 6 por ciento de las no petroleras. Dentro de estas últimas, las ventas al exterior de productos manufacturados crecieron 5.6 por ciento. Por su parte, las importaciones de mercancías en el trimestre crecieron 11.6 por ciento con relación a la cifra de igual lapso de 2004. Dicha tasa se derivó de aumentos anuales respectivos de 8.4, 17.7 y 26 por ciento de las adquisiciones de bienes intermedios, de capital y de consumo, respectivamente.

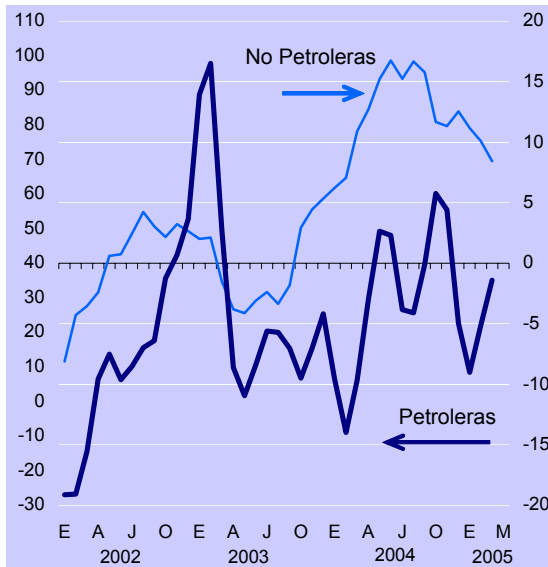
La desaceleración del comercio exterior se hizo notoria en los datos desestacionalizados que muestran que, en el trimestre de referencia, el crecimiento anual de las exportaciones no petroleras se atenuó con respecto al del cuarto trimestre de 2004 (Gráfica 17). Tal comportamiento fue, en buena medida, reflejo del desempeño que tuvieron en el periodo las exportaciones de bienes manufacturados.

El déficit de la balanza comercial se situó en el primer trimestre de 2005 en 1,848 millones de dólares, monto superior al de 498 millones registrado en el trimestre comparable del año pasado. Por las razones estacionales referidas anteriormente, en el primer trimestre del año en curso el déficit comercial resultó significativamente menor al de 4,907 millones observado en el trimestre inmediato anterior.

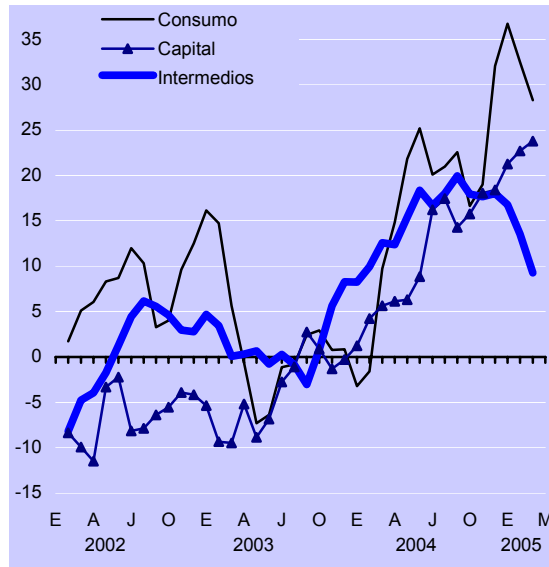
**Gráfica 17 Exportaciones e Importaciones de Mercancías**

Variaciones anuales en por ciento de un promedio móvil de dos meses de datos desestacionalizados

a) Exportaciones



b) Importaciones



Fuente: Banco de México.

En los primeros meses de 2005, se redujo de nuevo la presencia relativa de las exportaciones de México en el mercado estadounidense, dado que registraron un crecimiento menor que el alcanzado por las exportaciones conjuntas del resto de los socios comerciales de ese país. Así, mientras que en el primer bimestre de 2005 las exportaciones mexicanas aumentaron 8.51 por ciento a tasa anual, el resto de las importaciones efectuadas por los Estados Unidos lo hizo en 18.92 por ciento (Cuadro 8). Tal resultado implicó que la participación de los productos mexicanos en las importaciones de ese país se redujera de 10.94 por ciento en el primer bimestre de 2004, a 10.08 por ciento en igual bimestre de 2005. Debe señalarse que las exportaciones mexicanas del sector automotriz no han tenido un desempeño favorable en los últimos meses en el mercado estadounidense. Así, en los primeros dos meses de 2005, éstas se contrajeron 1.59 por ciento a tasa anual. Si se excluyen esos productos de las exportaciones de México hacia Estados Unidos, al igual que las de petróleo, el resto de las exportaciones a ese mercado aumentaron en el primer bimestre del año en 11.33 por ciento, tasa también menor que la de 19.49 por ciento alcanzada por el total de las exportaciones comparables realizadas por los demás socios comerciales de ese país.

**Cuadro 8** **Importaciones de Estados Unidos**  
Por ciento

	Participación				Variaciones Porcentuales Anuales: Enero-Febrero 2005				
	2003	2004	Ene-Feb 2004	Ene-Feb 2005	Total	Petróleo	Total Sin Petróleo	Automotriz	Total Sin Petróleo y Sin Automotriz
<b>Total</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>17.78</b>	<b>29.73</b>	<b>16.70</b>	<b>7.07</b>	<b>18.76</b>
<b>Total sin México</b>	<b>89.02</b>	<b>89.40</b>	<b>89.06</b>	<b>89.92</b>	<b>18.92</b>	<b>31.56</b>	<b>17.82</b>	<b>9.08</b>	<b>19.49</b>
<b>Total sin México y sin China</b>	<b>76.89</b>	<b>76.01</b>	<b>76.88</b>	<b>75.74</b>	<b>16.03</b>	<b>31.62</b>	<b>14.45</b>	<b>9.08</b>	<b>15.69</b>
1. Canadá	17.63	17.41	18.21	17.77	14.91	17.69	14.70	12.38	15.60
2. China	12.13	13.38	12.18	14.18	37.16	9.51	37.20	--	37.20
<b>3. México</b>	<b>10.98</b>	<b>10.60</b>	<b>10.94</b>	<b>10.08</b>	<b>8.51</b>	<b>18.60</b>	<b>7.31</b>	<b>-1.59</b>	<b>11.33</b>
4. Japón	9.39	8.82	9.31	8.63	9.19	--	9.19	3.47	12.77
5. Alemania	5.42	5.26	5.32	5.07	12.19	--	12.19	1.87	17.81
6. Reino Unido	3.40	3.16	3.24	2.95	7.57	--	-0.94	18.59	-3.71
7. Corea	2.96	3.14	3.09	3.07	17.05	--	17.05	21.15	15.39
8. Taiwan	2.51	2.36	2.36	2.25	12.05	--	12.05	19.34	11.68
9. Francia	2.32	2.16	2.17	2.11	14.57	--	14.57	--	14.57
10. Malasia	2.02	1.92	1.92	1.81	10.64	294.65	9.68	--	9.68
Suma de 10 países	68.77	68.21	68.73	67.91	16.37	29.92	15.87	6.71	18.46

Fuente: Elaborado por el Banco de México con información del Departamento de Comercio de Estados Unidos.

México recibió en el primer bimestre de 2004 un monto importante de recursos por remesas familiares. La cifra correspondiente del periodo resultó de 2,533 millones de dólares, lo que implicó un crecimiento a tasa anual de 25.2 por ciento. Este resultado fue producto de 7.7 millones de transacciones de remesas con un valor promedio de 327 dólares. El dato referido fue equivalente a 72 por ciento del valor de las exportaciones de

petróleo crudo en el bimestre, y a 81 por ciento del superávit comercial del sector maquilador.

En su conjunto, el desempeño reciente del sector externo y la información oportuna disponible, permiten estimar que en el primer trimestre del año en curso el déficit de la cuenta corriente se haya situado en alrededor de 2.6 miles de millones de dólares. Dicho saldo resultaría superior al déficit reportado en igual trimestre de 2004. No obstante, al efectuar tal comparación hay que considerar tres aspectos: i) el saldo positivo de la balanza comercial petrolera se incrementó de manera importante del primer trimestre de 2004 al primero de 2005; ii) el monto de remesas familiares aumentó de manera significativa en el período considerado; y, iii) al ubicarse el periodo vacacional de Semana Santa en el primer trimestre de 2005, ello contribuyó a una moderación del saldo deficitario de la cuenta corriente. De esa manera, de no haberse presentado estos tres factores, el saldo deficitario de la cuenta corriente en el periodo se hubiera ampliado de manera significativa. Esto último, en congruencia con el mayor crecimiento que registró el gasto interno con relación al del producto.

Finalmente, se estima que en el primer trimestre del presente año la cuenta de capital de la balanza de pagos (incluyendo errores y omisiones) haya presentado una entrada neta de recursos de alrededor de 2.9 miles de millones de dólares. Tal ingreso se originó principalmente de flujos de inversión extranjera directa y de cartera, esta última dirigida principalmente al mercado de dinero. Asimismo, en la balanza de pagos se observó en el trimestre un pequeño aumento de las reservas internacionales por 242 millones de dólares.

### III. La Política Monetaria durante el Primer Trimestre de 2005

---

#### III.1. Acciones de Política Monetaria

---

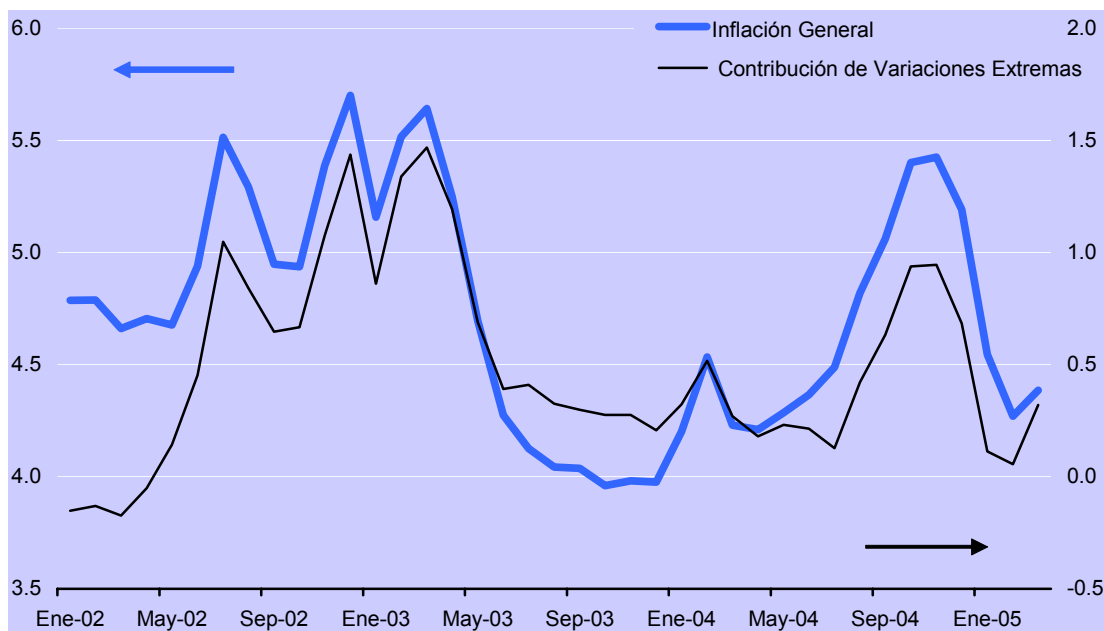
Diversas perturbaciones de oferta propiciaron fuertes presiones al alza sobre diferentes subíndices del INPC durante 2004. Si bien este tipo de choques no suelen afectar a los precios de manera generalizada, ya que en la mayoría de los casos reflejan ajustes de precios relativos, la autoridad monetaria debe procurar que no induzcan rondas subsecuentes de aumentos en los precios y en los salarios. Esta última consideración cobra mayor relevancia si la economía se encuentra en un proceso desinflacionario donde aún no se ha consolidado el objetivo de inflación de largo plazo en la formación de precios por parte de los agentes económicos, como es el caso de México.

Ante el número e intensidad de los choques de oferta observados en 2004, las expectativas de inflación de mediano plazo se incrementaron de forma considerable. Por tanto, y con base en las consideraciones anteriores, la Junta de Gobierno del Banco de México restringió la postura de política monetaria a lo largo de 2004 y en el primer trimestre de 2005.

Como se había previsto, durante el primer trimestre de 2005 las presiones sobre la inflación asociadas al alza en los precios internacionales de diversas materias primas comenzaron a disiparse. Asimismo, se normalizaron las condiciones de oferta de algunos productos agrícolas que habían sido afectadas por fenómenos climáticos extremos. Todo ello se reflejó en una reducción de la inflación general anual, la cual pasó de 5.43 por ciento en noviembre de 2004, a 4.39 por ciento en marzo de este año (Gráfica 18). En consecuencia, las expectativas para la inflación general correspondientes a 2005 y 2006 comenzaron a descender a partir de enero (Gráfica 19).

Gráfica 18

### Contribución de las Variaciones Extremas (Superiores e Inferiores) en el Precio de los Genéricos sobre la Inflación General\*



\* Para calcular la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos sobre la inflación general se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del INPC se ordenan de mayor a menor en función de la contribución que cada una tiene sobre la variación del INPC; ii) se selecciona el 10 por ciento superior y el 10 por ciento inferior; y iii) se acumulan las contribuciones de las variaciones extremas anteriores sobre la inflación general. Dicha contribución de las variaciones extremas es un indicador útil para identificar si los movimientos en la inflación general obedecen a cambios en unos cuantos productos (esto sucede cuando la contribución de las variaciones extremas tiene un comportamiento similar al de la inflación general).

No obstante, conviene señalar lo siguiente:

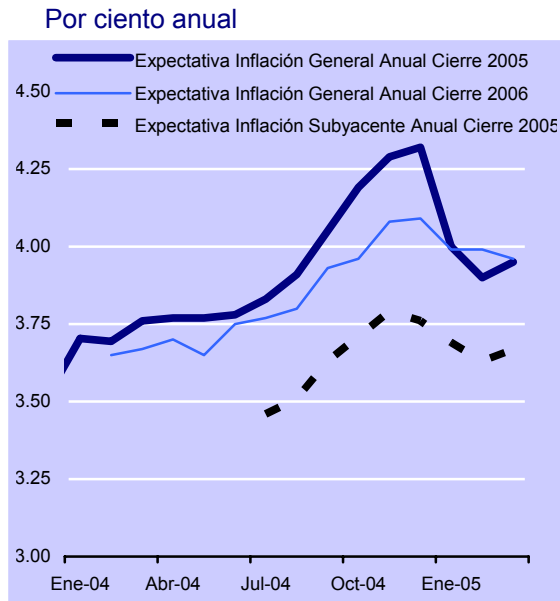
- a) la inflación subyacente y sus expectativas aún se encuentran en niveles relativamente elevados con relación al objetivo inflacionario de 3 por ciento;
- b) la inflación subyacente de los servicios distintos de los de la vivienda ha registrado un repunte como secuela de los aumentos de los precios de alimentos y energéticos ocurridos en los meses anteriores;
- c) recientemente, se ha registrado un nuevo repunte en los niveles y la volatilidad de los precios internacionales de los energéticos y sus cotizaciones a futuro; y,
- d) a pesar de que la información disponible no permite identificar presiones de consideración sobre la inflación provenientes de la demanda agregada, al ir transitando la economía por la fase alta de su ciclo el riesgo de ello pudiera ser mayor.



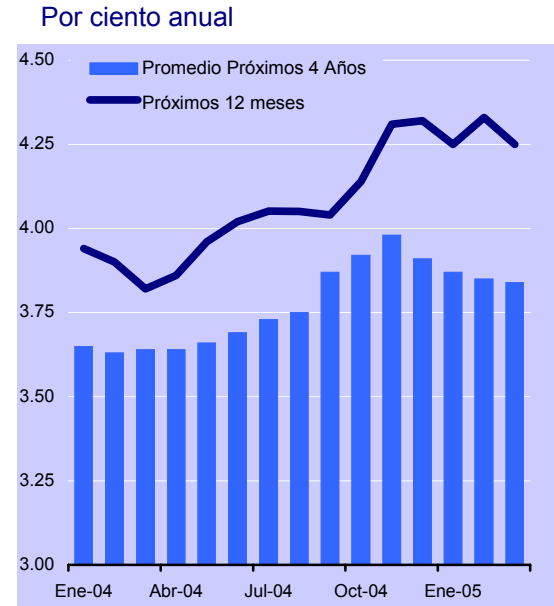
**Gráfica 19**

**Expectativas de Inflación: Encuesta Banco de México**

a) Expectativas de Inflación para el Cierre de 2005 y 2006



b) Expectativas de Inflación para los Próximos 12 meses y Promedio para los Próximos 4 Años

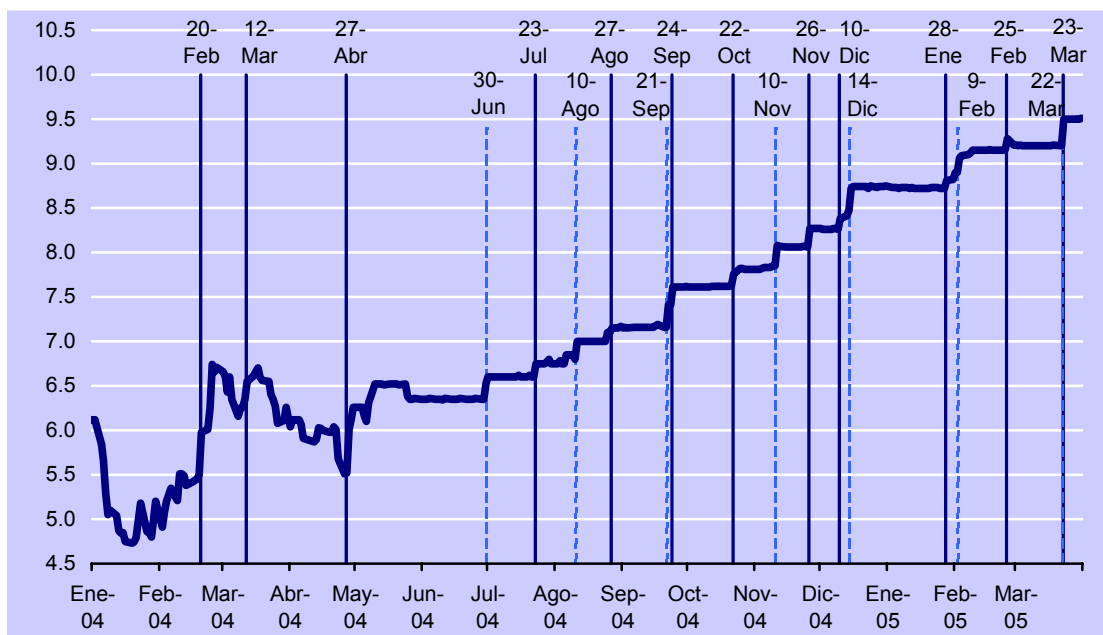


Al evaluar los elementos anteriores, durante el primer trimestre de 2005 la Junta de Gobierno del Banco de México decidió continuar restringiendo la postura de política monetaria. Ello lo hizo principalmente a través de dos vías:

- a) por un lado, incrementó el “corto” en tres ocasiones: el 28 de enero de 69 a 75 millones de pesos; el 25 de febrero a 77 millones de pesos; y, el 23 de marzo a 79 millones de pesos;
- b) por otro, en los comunicados de prensa correspondientes a sus anuncios de política monetaria, la Junta de Gobierno del Instituto Central continuó señalando que, mientras así lo juzgue conveniente, las condiciones monetarias internas deberían reflejar, al menos, la mayor astringencia que se fuese presentando en los Estados Unidos.

Como consecuencia de las acciones descritas, las tasas de interés de corto plazo continuaron incrementándose. Así, la tasa de fondeo bancario a un día pasó de 8.75 por ciento el 31 de diciembre de 2004, a 9.51 por ciento al cierre de marzo; ello implicó un incremento acumulado de 76 puntos base durante el trimestre (Gráfica 20).

Gráfica 20

**Tasas de Interés de Fondeo Bancario, Cambio en el "corto" y Cambio en la Tasa de Interés de Fondos Federales de los EEUU\***


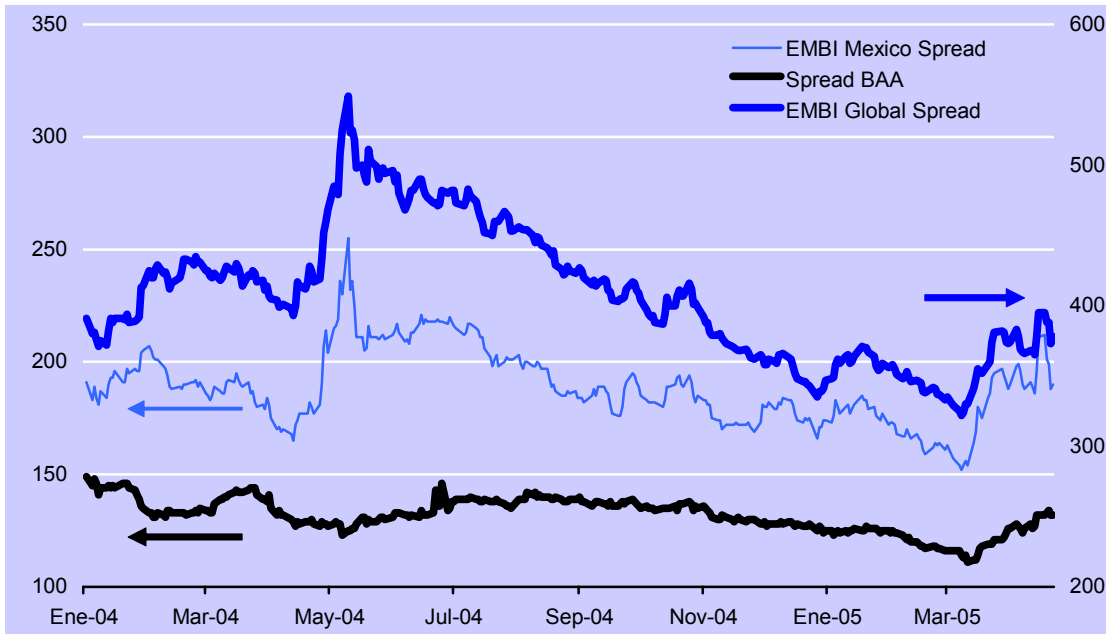
\* Las líneas verticales continuas indican cambios en el "corto" y las punteadas indican cambios en la tasa de Fondos Federales de los EE.UU.

Cabe señalar que, en general, durante los primeros meses del año continuaron prevaleciendo condiciones relativamente favorables en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, hacia finales del primer trimestre las condiciones financieras en dichos mercados mostraron mayor astringencia, como consecuencia de lo que se percibe como una mayor aversión al riesgo por parte de los inversionistas.

La reducción en el apetito por riesgo se asocia en gran parte con dos elementos: por un lado, a que la publicación de ciertos indicadores económicos en los Estados Unidos generó, en el margen, mayor incertidumbre con relación a las perspectivas de la inflación en ese país; y, por otro, al deterioro crediticio de algunos emisores de dicho país, lo cual está dando lugar a una recomposición en los portafolios de inversión hacia activos de menor riesgo. La combinación de estos elementos condujo a un incremento en los diferenciales de rendimiento sobre la deuda soberana de las economías emergentes y los bonos corporativos estadounidenses de riesgo similar (Gráfica 21 y Recuadro 1).

Gráfica 21

Indicadores de Riesgo Soberano y Deuda Corporativa

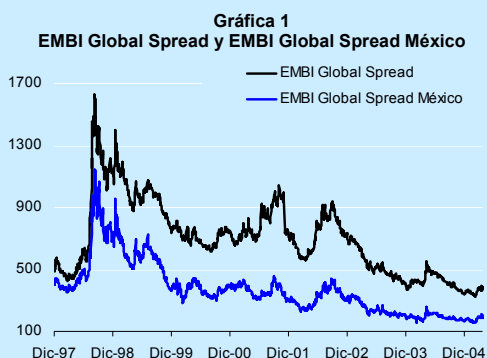


Como era de esperarse, en México esta situación contribuyó a que se presentara un incremento en la curva de rendimientos, en particular para los plazos mayores (Gráfica 22). Al respecto, es importante hacer notar que el ajuste en el mercado de dinero ante un entorno de mayor incertidumbre y aversión al riesgo tuvo como punto de partida una curva de rendimientos significativamente plana. Así, por ejemplo, en febrero el diferencial promedio entre la tasa de fondeo bancario a un día y la del bono gubernamental a 20 años fue de 88 puntos base. Al cierre de marzo, dicho diferencial alcanzó 135 puntos base, es decir, se ha presentado un empinamiento de la curva de rendimientos. Debe destacarse que a este comportamiento también contribuyeron factores técnicos tales como la menor liquidez que usualmente prevalece en los instrumentos de deuda a plazos largos en periodos de mayor incertidumbre, así como episodios donde se incrementó la percepción de riesgo interno.

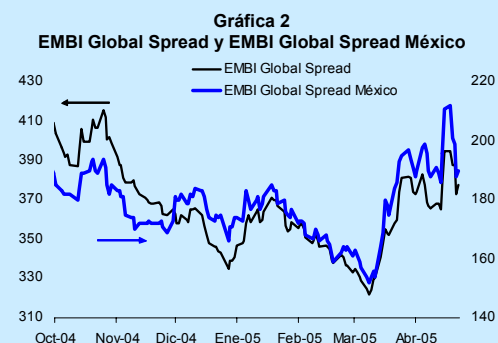
**Recuadro 1**

**Condiciones Financieras para Economías Emergentes**

En los últimos años las economías emergentes han enfrentado condiciones favorables de financiamiento externo. A ello han contribuido diversos factores, entre los que destaca un entorno que se había caracterizado por la abundante liquidez a nivel global, la cual estimuló un mayor apetito por riesgo de los inversionistas. Por otra parte, se presentó una mejoría en las condiciones macroeconómicas en gran parte de estas economías, la cual permitió que diferentes agencias les asignaran una calificación crediticia superior. Como consecuencia, muchas de estas economías vieron reducidas sus primas de riesgo soberano de manera importante, alcanzando incluso niveles mínimos históricos en el pasado reciente (Gráfica 1). No obstante, en las últimas semanas la tendencia decreciente de dichas primas se ha revertido, aunque éstas aún se mantienen en niveles relativamente reducidos.



Dentro de los factores que han influenciado el comportamiento alcista que los rendimientos de los mercados emergentes han registrado a partir de marzo de 2005 (Gráfica 2) se encuentran los que a continuación se exponen. Primero, se ha reducido la holgura prevaleciente en los mercados financieros internacionales. Segundo, en las últimas semanas se ha incrementado la incertidumbre en torno a la trayectoria futura de las tasas de interés en los Estados Unidos. Ello ha respondido, en parte, a los elevados desequilibrios fiscal y comercial que se han registrado y a la información reciente sobre posibles presiones sobre la inflación en ese país. Tercero, se ha observado un deterioro en la percepción de la calidad crediticia de algunos emisores corporativos en los Estados Unidos.



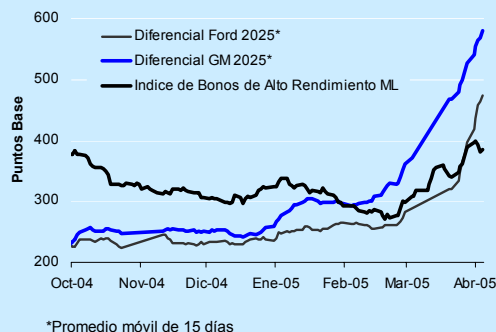
Con respecto al tercer factor mencionado en el párrafo anterior, es importante comentar los casos de dos importantes emisoras de deuda corporativa: Ford Motor Company (Ford) y General Motors Corporation (GM). Ambas compañías han enfrentado un deterioro de sus finanzas, principalmente como consecuencia de una estructura de costos elevada y rígida (obligaciones asociadas a servicios de seguridad social para sus empleados y pensionados), así como de una caída en su participación en el mercado estadounidense, la cual se ha visto exacerbada por el encarecimiento

de la gasolina, que se ha traducido en una menor demanda por sus productos más importantes (vehículos de alto consumo de combustible). Aunado a ello, los precios del acero han venido afectando sus costos de producción de manera importante.

Cabe destacar que el 16 de marzo las calificadoras Standard & Poors y Fitch colocaron a GM con perspectiva negativa. Adicionalmente esta última redujo la calificación de su deuda de BBB a BBB-. Por su parte Moody's realizó un ajuste similar el 5 de abril (de Baa2 a Baa3 con perspectiva negativa). A su vez el 19 de abril GM anunció pérdidas por 1.1 mil millones de dólares para el primer trimestre de 2005, el peor resultado para el primer trimestre del año registrado desde 1992. Por su parte, Ford anunció el 20 de abril una reducción de sus ganancias en 38 por ciento para el primer trimestre del año. Aunado a lo anterior, ambas armadoras enfrentan una deuda combinada superior a los 450 mil millones de dólares, cuyo vencimiento se concentra entre 2005 y 2007 (en cada empresa aproximadamente el 50 por ciento del total de su deuda).

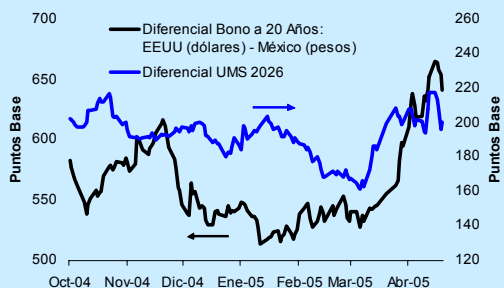
Como consecuencia de lo anterior, las diferentes agencias calificadoras, como Moody's, Standard & Poor's y Fitch, han ido reduciendo la calificación de la deuda de dichas empresas hasta ubicarlas en niveles apenas superiores al "grado de inversión". Ello se ha acompañado de incrementos sustanciales en el rendimiento de sus bonos (Gráfica 3) y de una caída importante en el valor de sus acciones (en ambos casos el valor de las acciones a caído en cerca de 36 por ciento entre el 1 de enero y el 20 de abril de 2005).

**Gráfica 3**  
**Diferencial de Bonos de Deuda de Ford y GM e Índice de Bonos de Alto Rendimiento de Merrill Lynch**



El deterioro en el perfil crediticio de estas emisoras ha implicado un incremento en la oferta total de bonos con un riesgo relativamente elevado. Ello ha contribuido a la ampliación de los diferenciales que usualmente tienen los instrumentos de mayor riesgo. Lo anterior se ha reflejado en el incremento en el rendimiento de los bonos de deuda soberana de los mercados emergentes, entre ellos México (Gráfica 4). Estos factores también han incidido en los instrumentos de mayor plazo en el mercado interno.

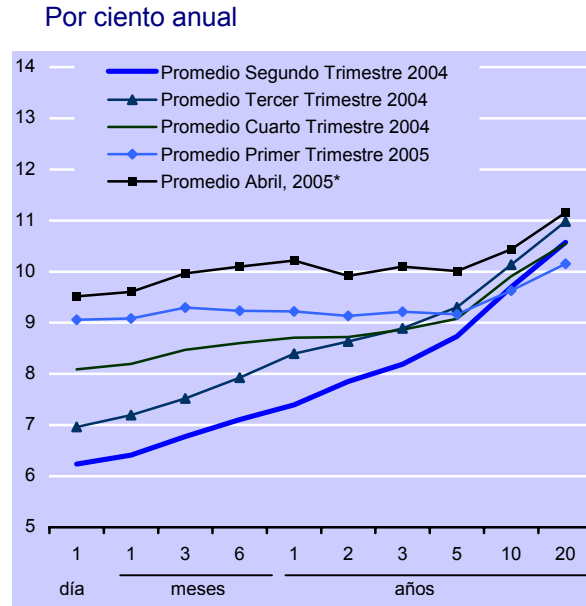
**Gráfica 4**  
**Diferencial de Tasas de Interés de Deuda Soberana entre México y los Estados Unidos**



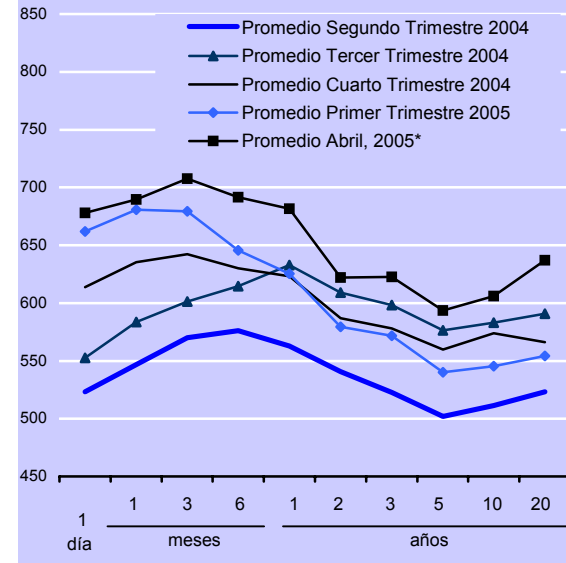
Gráfica 22

**Curva de Rendimiento en México y Diferencial de Tasas de Interés entre México y los EEUU**

a) Curva de Rendimiento en México



b) Diferencial de Rendimiento entre México y los EEUU  
Puntos Base



\* Al 22 de abril de 2005.

La restricción monetaria adoptada por el Banco de México durante 2004 y el primer trimestre del 2005 ha tenido como uno de sus principales objetivos contener el alza en las expectativas de inflación y evitar que éstas contaminaran las negociaciones salariales. En este sentido es posible decir que, hasta ahora, la política monetaria ha sido efectiva, al contribuir a reducir las primas de riesgo inflacionario que usualmente se descuentan de los instrumentos de renta fija. Al respecto, entre menor sea la incertidumbre asociada al desempeño futuro de la inflación, los mercados internos estarán en mejores condiciones para hacer frente a un entorno de mayor volatilidad financiera. No obstante, es importante destacar que las expectativas de inflación para el mediano y largo plazos aún se mantienen en niveles superiores al objetivo inflacionario.

### III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

#### III.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales

Durante el primer trimestre de 2005, la base monetaria creció a una tasa anual promedio de 14.8 por ciento, variación

superior a la observada en el trimestre anterior (14.5 por ciento).<sup>22</sup> Este ligero repunte se debió al aumento en la demanda por circulante asociada al periodo vacacional de Semana Santa, que en este año cayó en marzo mientras que en 2004 lo hizo en abril (excluyendo este efecto, la variación anual en el trimestre hubiera sido de aproximadamente 13.6 por ciento).

De acuerdo a su comportamiento estacional, durante los tres primeros meses del año la base monetaria tuvo una disminución de 28.3 miles de millones de pesos. Por su parte, los activos internacionales se redujeron en 0.1 miles de millones de dólares, con un saldo de 64.1 miles de millones al 31 de marzo de 2005. Como resultado de lo anterior, el crédito interno neto del Banco de México disminuyó 27.6 miles de millones de pesos.

Cuadro 9

**Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto**

Millones

	Saldos		Flujos en 2005
	Al 31 Dic. 2004	Al 31 Mar. 2005	Acumulados al 31 Mar. 2005
(A) Base Monetaria (Pesos)	340,178	311,856	-28,322
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) <sup>1/ 2/</sup>	716,170	717,037	-721
Activos Internacionales Netos (Dólares) <sup>2/</sup>	64,233	64,145	-88
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] <sup>1/</sup>	-375,992	-405,181	-27,601
(D) Reserva Internacional (Dólares) [(E)-(F)] <sup>3/</sup>	61,496	61,739	242
(E) Reserva Bruta (Dólares)	64,198	64,110	-87
Pemex			2,497
Gobierno Federal			-1,087
Venta de dólares a la banca <sup>4/</sup>			-1,380
Otros <sup>5/</sup>			-117
(F) Pasivos a menos de seis meses (Dólares)	2,701	2,372	-330

1/ Para la estimación de los flujos efectivos en moneda nacional de los activos internacionales netos se utiliza el tipo de cambio aplicado a la operación generadora de cada variación.

2/ Los activos internacionales netos se definen como la reserva bruta, más los créditos convenio con bancos centrales a más de seis meses, a lo que se restan los adeudos totales con el FMI y con bancos centrales derivados de convenios establecidos a menos de seis meses.

3/ Según se define en la Ley del Banco de México.

4/ Corresponde a las ventas diarias de dólares realizadas conforme al mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales (ver comunicado de prensa de la Comisión de Cambios del 20 de marzo de 2003).

5/ Incluye los rendimientos de los activos internacionales netos y otras operaciones.

La reserva internacional registró un incremento de 242 millones de dólares durante los primeros tres meses de 2005. Esto fue resultado de una reducción en la reserva bruta por 87 millones de dólares, que fue más que compensada por una disminución en los pasivos a menos de seis meses del Banco Central por 330 millones de dólares.<sup>23</sup> La reducción en la reserva bruta se debió

<sup>22</sup> Variaciones calculadas con base en el promedio de saldos diarios.

<sup>23</sup> La reserva internacional se calcula como la reserva bruta menos los pasivos a menos de seis meses.

principalmente al efecto neto de los siguientes elementos: ventas de divisas de PEMEX al Banco de México por 2,497 millones de dólares; venta de dólares a través del mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales por 1,380 millones de dólares; y, adquisición de 1,087 millones de dólares por parte del Gobierno Federal para hacer frente al servicio de sus pasivos externos.

### **III.2.2. Agregados Monetarios y Financiamiento**

En los últimos años se ha presentado un incremento considerable en el ahorro financiero interno, así como cambios importantes en su destino. En particular, las menores necesidades financieras del sector público y la menor acumulación de reservas internacionales por parte del Banco de México, han dado lugar a mayores recursos disponibles para el financiamiento interno del sector privado (Cuadro 10).

El ahorro financiero interno (M4) registró en 2004 un flujo superior al 6 por ciento del PIB. A su vez, dicho agregado creció en febrero de 2005 a una tasa real anual de 9.1 por ciento. En ello destaca la mayor importancia que recientemente ha adquirido el ahorro de los no residentes en instrumentos financieros internos, principalmente en bonos gubernamentales de largo plazo a tasa fija.<sup>24</sup> También es de resaltar que el Sistema de Ahorro para el Retiro se ha consolidado como una fuente estable de recursos financieros.

En cuanto al destino de los recursos financieros, destaca una menor utilización por parte del sector público y para la acumulación de activos internacionales. Ello responde, respectivamente, a los cuantiosos ingresos petroleros que ha recibido el Gobierno Federal en los últimos años y al mecanismo adoptado por la Comisión de Cambios para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales. En virtud de lo anterior, durante 2004 el sector privado pudo hacer uso de recursos internos adicionales que representaron alrededor del 1.6 por ciento del PIB. Por otro lado, se ha presentado una menor utilización de recursos externos por parte del sector privado. Esto último, sin duda, ha sido posible gracias a la mayor disponibilidad de recursos internos e implica una mayor fortaleza de la posición financiera de las empresas ante perturbaciones externas.

---

<sup>24</sup> El ahorro de los no residentes en instrumentos financieros internos alcanzó 108.2 miles de millones de pesos (88.4 miles de millones de pesos en bonos de largo plazo a tasa fija) y creció a una tasa real anual de 87 por ciento en febrero de 2005.

Cuadro 10

**Fuentes y usos de recursos financieros totales**  
**Flujos efectivos (por ciento del PIB)**

	2002	2003	2004
<b>M4</b>	<b>4.5</b>	<b>5.6</b>	<b>6.5</b>
<b>Residentes</b>	<b>4.6</b>	<b>5.5</b>	<b>5.8</b>
SAR	1.6	1.8	1.6
Siefos	1.2	1.1	1.0
Otros fondos	0.4	0.7	0.6
Resto	3.0	3.7	4.2
<b>No Residentes</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.7</b>
<b>Financiamiento Externo Neto</b>	<b>0.3</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.2</b>
<b>Al sector público</b> <sup>1/</sup>	<b>0.1</b>	<b>0.5</b>	<b>0.7</b>
<b>A la banca</b> <sup>2/</sup>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.6</b>
<b>Al sector privado</b> <sup>3/</sup>	<b>-0.4</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.3</b>
<b>Total Fuentes</b>	<b>4.8</b>	<b>6.1</b>	<b>6.3</b>
<b>Reserva Internacional</b> <sup>4/</sup>	<b>1.1</b>	<b>1.5</b>	<b>0.6</b>
<b>Sector Público (RFSP)</b> <sup>5/</sup>	<b>2.2</b>	<b>2.6</b>	<b>1.9</b>
Internos	2.1	2.1	1.2
Externos	0.1	0.5	0.7
<b>Estados y Municipios</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>
<b>Sector Privado</b>	<b>1.8</b>	<b>0.7</b>	<b>2.5</b>
Internos	2.2	1.2	2.8
Crédito de Intermediarios Financieros <sup>6/</sup>	1.1	-0.1	1.8
Valores en Circulación	0.5	0.6	0.4
Fondos de Vivienda (SAR) <sup>7/</sup>	0.6	0.6	0.6
Externos <sup>3/</sup>	-0.4	-0.5	-0.3
<b>Otros Conceptos</b>	<b>-0.5</b>	<b>1.0</b>	<b>0.7</b>
<b>Total Usos</b>	<b>4.8</b>	<b>6.1</b>	<b>6.3</b>
<b>Memo:</b>			
<b>Financiamiento al Sector Público y Activos Internacionales</b> <sup>8/</sup>	<b>3.5</b>	<b>4.4</b>	<b>3.1</b>

1/ Incluye el endeudamiento externo neto del Gobierno Federal, de organismos y empresas públicas y Pidiregas externos. Incluye las disponibilidades externas reportadas en cuentas de orden.

2/ Pasivos externos de la banca comercial netos de activos externos. Excluye captación de no residentes y créditos al exterior relacionados con Pidiregas.

3/ Incluye préstamos y valores emitidos en el exterior por el sector privado.

4/ Flujo efectivo acumulado de la Reserva Internacional (Ley orgánica BM).

5/ Se refiere a los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) con ingresos no recurrentes reportados por Banco de México. La definición de RFSP utilizada no se ve afectada por el canje de los Pagarés del Programa de Capitalización y Compra de Cartera.

6/ Incluye la cartera directa de los intermediarios financieros. No incluye programas de reestructura.

7/ INFONAVIT y FOVISSSTE.

8/ Incluye RFSP con ingresos no recurrentes, el financiamiento a estados y municipios y la reserva internacional.

Durante los últimos trimestres se ha observado un crecimiento generalizado en los distintos componentes del financiamiento bancario (Gráfica 23).<sup>25</sup> El crédito de la banca comercial al consumo ha continuado creciendo vigorosamente, alcanzando 43.7 por ciento real anual en febrero del 2005. Este incremento, en adición a los recursos recibidos a través de intermediarios financieros no bancarios, empresas comerciales y las remesas familiares, ha contribuido a sostener la importante expansión del consumo. Por su parte, el vigor del crédito hipotecario otorgado por la banca comercial (variación real anual de 29.9 por ciento en febrero del 2005), por las Sofoles y por el

<sup>25</sup> Las cifras reportadas en esta sección se refieren a la cartera de crédito directa vigente.



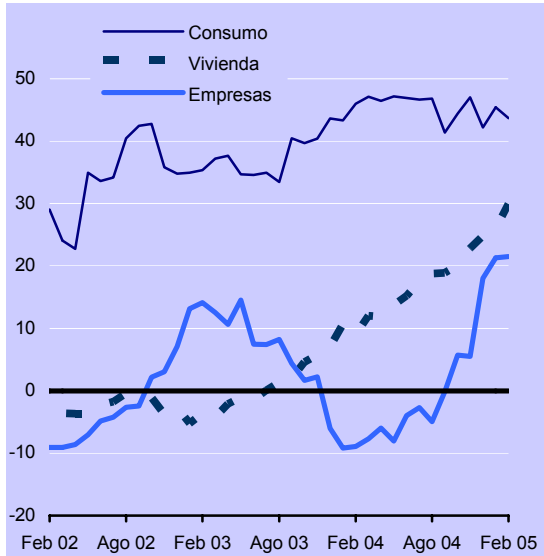
Infonavit han impulsado significativamente al sector de la construcción. Finalmente, destaca el reciente repunte del crédito bancario a empresas, el cual se incrementó a una tasa real anual de 21.5 por ciento al cierre del primer bimestre de 2005.

**Gráfica 23**

**Crédito Otorgado por la Banca Comercial al Sector Privado No Bancario**

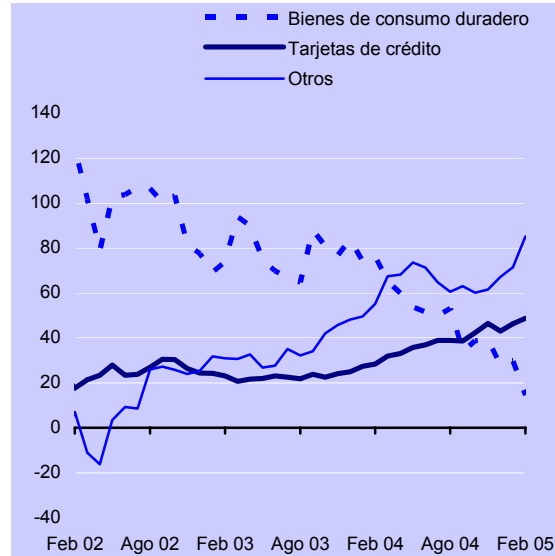
a) Crédito Directo Vigente<sup>1/</sup>

Variación real anual en por ciento



b) Crédito al Consumo<sup>2/</sup>

Variación real anual en por ciento



1/ No incluye cartera asociada a programas de reestructura.

2/ Se refiere al crédito total vigente al consumo. El rubro de otros incluye los créditos personales y de nómina.

Es pertinente poner en perspectiva el vigor con el que crece el crédito de la banca comercial al sector privado, 29.8 por ciento real anual para el crédito directo vigente en febrero del 2005. Al respecto, conviene considerar que el financiamiento directo actualmente representa tan sólo alrededor del 9 por ciento del PIB, cuando en 1994 era 42.9 por ciento. Así, tras un prolongado proceso de desintermediación bancaria, ha venido mejorando gradualmente el acceso al financiamiento tanto a hogares como a empresas. Esto apunta a que podría continuar el vigor del crédito bancario al sector privado.

## IV. Perspectivas del Sector Privado para 2005-2006<sup>26</sup>

---

### IV.1. Pronósticos sobre la Actividad Económica y sobre otras Variables que Influyen en la Inflación

---

Durante el primer trimestre de 2005 la evolución de las expectativas de los analistas económicos del sector privado sobre las principales variables macroeconómicas se caracterizó por lo siguiente: a) una disminución de la inflación esperada tanto para 2005, como para 2006; b) revisión al alza de la previsión sobre el crecimiento económico en 2005; y, c) una mejoría de los indicadores de confianza y de clima de negocios.

En los pronósticos recabados en marzo pasado sobresalió: i) se prevé un crecimiento del PIB en 2005 de 3.88 por ciento, cifra que supera a la de 3.74 por ciento contenida en la encuesta de diciembre de 2004 (Cuadro 11). Asimismo, para 2006 se anticipa una expansión del PIB de 3.64 por ciento; ii) se calcula que en 2005 se generarán 403 mil empleos formales y que en 2006 la cifra correspondiente resulte de 432 mil; iii) las expectativas acerca de las tasas de interés que prevalecerán en el país durante los próximos meses se revisaron al alza con relación a las que fueron recabadas en diciembre pasado; y, iv) los niveles esperados para el tipo de cambio del peso mexicano en los próximos meses y al cierre de 2005 se ajustaron ligeramente a la baja.

Los analistas encuestados en el primer trimestre de 2005 continuaron destacando que hay la necesidad de avanzar en la instrumentación de las medidas pendientes de cambio estructural, pues ello contribuiría a alcanzar mayores tasas de crecimiento económico. Asimismo, el segundo factor que se mencionó como una posible limitante del ritmo de la actividad económica y de la inversión durante los próximos meses fue la incertidumbre política.

---

<sup>26</sup> A menos que se especifique lo contrario, los pronósticos reportados en esta sección se obtienen de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba mensualmente el Banco de México.

**Cuadro 11**

**Expectativas del Sector Privado: Diciembre de 2004 y Marzo de 2005<sup>1/</sup>**

	Diciembre 2004	Marzo 2005		Diciembre 2004	Marzo 2005
<b>Crecimiento del PIB Real en México</b>			<b>Tipo de Cambio (Pesos por dólar, cierre de año)</b>		
2005	3.74%	3.88%	2005 Encuesta Banxico	11.86	11.68
2006	3.83%	3.64%	Futuros <sup>4/</sup>	11.80	11.69
<b>Déficit Comercial (Millones de dólares)</b>			2006 Encuesta Banxico		
2005	8,526	12,239	<b>Mezcla Mexicana de Petróleo (Dólares por barril en promedio)</b>		
<b>Déficit de la Cuenta Corriente (Millones de dólares)</b>			2005 Encuesta Banxico		
2005	12,314	13,944	<b>Incrementos Salariales</b>		
2006	n.d.	16,247	Para Abril 2005		
<b>Inversión Extranjera Directa (Millones de dólares)</b>			Para Mayo 2005		
2005	13,852	13,750	<b>Índice de Confianza y de Clima de los Negocios</b>		
2006	n.d.	13,599	1998=100 <sup>5/</sup>		
			128.2		
			135.5		
<b>Crecimiento del PIB Real y de la Producción Industrial en los EUA Durante 2005 y 2006</b>					
<b>Crecimiento del PIB en 2005</b>			<b>Crecimiento del PIB en 2006</b>		
Encuesta Banxico	3.5%	3.6%	Encuesta Banxico	n.d.	3.4%
Consensus Forecasts <sup>2/</sup>	3.5%	3.7%	Consensus Forecasts <sup>2/</sup>	n.d.	3.4%
Blue Chip Economic Indicators <sup>3/</sup>	3.5%	3.7%	Blue Chip Economic Indicators <sup>3/</sup>	n.d.	3.4%
<b>Producción Industrial en 2005</b>			<b>Producción Industrial en 2006</b>		
Blue Chip Economic Indicators <sup>3/</sup>	4.2%	4.0%	Blue Chip Economic Indicators <sup>3/</sup>	n.d.	3.9%

1/ A menos que se especifique lo contrario, la información se obtiene de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba mensualmente el Banco de México.

2/ Consensus Forecasts del 6 de diciembre de 2004 y del 14 de marzo de 2005.

3/ Blue Chip Economic Indicators del 10 de diciembre de 2004 y del 10 de marzo de 2005.

4/ Los futuros del tipo de cambio corresponden al 31 de diciembre de 2004 y al 31 de marzo de 2005.

5/ Nivel promedio en el cuarto y primer trimestres.

n.d. No disponible

**IV.1.1. Expectativas sobre la Inflación**

Durante el primer trimestre de 2005 los especialistas del sector privado revisaron a la baja sus pronósticos de inflación para diferentes horizontes. Así, en la encuesta de marzo de este año, la previsión para la inflación general en 2005 se ubicó en 3.95 por ciento, cifra inferior a la recabada al cierre de diciembre pasado (4.32 por ciento). En lo referente a la inflación subyacente que se anticipa para 2005, ésta se ubicó en 3.67 por ciento en la encuesta de marzo, dato que se compara con el de 3.76 por ciento que se había calculado en diciembre de 2004. Por otra parte, de diciembre del año pasado a marzo del presente año, las tasas de inflación esperadas se redujeron de 4.09 a 3.96 por ciento para 2006; de 3.95 a 3.84 por ciento para 2007; y de 3.91 a 3.84 por ciento para el promedio anual en el periodo 2006-2009 (Gráfica 19).

## V. Balance de Riesgos y Conclusiones

---

El escenario que el Banco de México prevé para 2005 se sustenta en los siguientes supuestos:

- (a) Las perspectivas de crecimiento para la economía mundial continúan siendo relativamente positivas. Al respecto, si bien se anticipa que la expansión de la economía estadounidense se desacelerará, se prevé que en 2005 mantendrá un ritmo de crecimiento cercano a su potencial. En particular, el promedio de las proyecciones de los principales analistas sobre la variación del PIB real se sitúa en 3.7 por ciento, y en 4.1 por ciento en el caso de la producción industrial.
- (b) Los mercados financieros internacionales han mostrado cierta cautela respecto a los instrumentos de deuda de mayor riesgo. Ello se debe, en parte, tanto a la incertidumbre asociada al panorama inflacionario en los Estados Unidos y a la consecuente reacción de política monetaria por parte de la Reserva Federal, como al deterioro crediticio de algunos emisores en ese país. Por lo tanto, para el resto de 2005 es posible que pudieran presentarse condiciones de acceso al financiamiento en los mercados internacionales menos favorables, sobre todo en el caso de aquellos emisores soberanos y privados con menor calidad crediticia.

A partir de las consideraciones anteriores, y con base en la información más reciente, el ejercicio de pronóstico arroja el siguiente escenario para 2005:

**Crecimiento:** Se mantiene la previsión de que el crecimiento económico se situará entre 3.5 y 4.0 por ciento.

**Empleo:** Se estima que la generación de empleos en el sector formal será aproximadamente de 400 mil plazas.

**Cuenta Corriente:** Se espera un déficit moderado en la cuenta corriente de la balanza de pagos, en niveles cercanos al 2 por ciento del producto.

**Inflación:** Se anticipa que la inflación general anual se sitúe al cierre del año dentro del intervalo de variabilidad establecido alrededor del objetivo de inflación. Ello como resultado de los factores que se exponen a continuación.

El efecto inflacionario de los choques de oferta que se presentaron en el 2004, y que afectaron principalmente al componente no subyacente del INPC y al grupo de alimentos del subíndice de precios subyacente de las mercancías, ha comenzado a revertirse. Lo anterior se reflejó en una reducción de la inflación general anual, la cual pasó de 5.43 por ciento en noviembre de 2004, a 4.39 por ciento en marzo.

Esta reducción en la inflación general anual y la perspectiva de que este proceso continuará, se sustenta en las siguientes consideraciones:

- (a) Las cotizaciones internacionales de diferentes bienes primarios agrícolas y pecuarios, que registraron fuertes incrementos en el 2004, han comenzado a mostrar una evolución más favorable. A este resultado han contribuido las reducciones en las cotizaciones de algunos granos y cereales, así como de otras materias primas agrícolas, al tiempo que las de los productos cárnicos han mostrado mayor estabilidad. A su vez, los mercados a futuro anticipan que el comportamiento de las cotizaciones de estos bienes para lo que resta de 2005 se mantendrá relativamente estable.
- (b) La inflación al consumidor de los alimentos en los Estados Unidos (tanto de alimentos procesados como de bienes primarios) se ha venido reduciendo.
- (c) Se regularizó la producción de diversos perecederos (en México y en los Estados Unidos) que fue afectada por eventos climáticos extremos, como en el caso del jitomate. No obstante, conviene recordar que las cotizaciones de este tipo de bienes son altamente sensibles a perturbaciones de oferta de todo tipo, lo que deriva en una elevada volatilidad de la inflación de este grupo de genéricos.
- (d) Los precios internacionales de los energéticos repuntaron durante el primer trimestre del año, al igual que sus cotizaciones a futuro para lo que resta de 2005. Al respecto, si bien estos precios han alcanzado niveles elevados, en general los mercados a futuro no anticipan que continúen con la tendencia al alza observada recientemente. Sin embargo, se trata de un claro factor de riesgo que puede afectar el comportamiento de la inflación.
- (e) Se anticipan menores incrementos en los precios de los bienes y servicios concertados, como es el caso del transporte público en diferentes ciudades del país.

- (f) Los precios de diversos bienes que se utilizan como insumos en la construcción de vivienda y en la producción de otros genéricos, tales como el acero y sus derivados y otros metales, se han reducido de manera importante. Sin embargo, debe recordarse que las cotizaciones de estos bienes son, por lo general, volátiles.
- (g) En la medida en la que han comenzado a disiparse los efectos de los choques de oferta, en combinación con una postura monetaria más restrictiva, las expectativas de inflación para diferentes horizontes de tiempo han comenzado a disminuir ligeramente.
- (h) Al parecer, las perturbaciones de oferta que afectaron a la inflación general durante 2004 han tenido, hasta ahora, efectos limitados sobre las negociaciones salariales.

Con base en las consideraciones anteriores, a continuación se describen las perspectivas para la inflación en los siguientes meses.

En cuanto a la inflación del componente no subyacente del INPC:

- (a) La evolución reciente y a futuro de las cotizaciones de diversos granos y cereales, así como de los productos cárnicos, sugiere que en 2005 la inflación anual de los bienes pecuarios mostrará una reducción importante con respecto a la observada en el año anterior.
- (b) Por lo que se refiere a los precios de los bienes y servicios incluidos en el subíndice de administrados, se espera que en 2005 la inflación de los diferentes genéricos que lo componen será menor que la registrada en 2004. Esta previsión se basa en que: i) el Gobierno Federal ha adoptado diferentes medidas para moderar los incrementos de las tarifas eléctricas; ii) los precios de las gasolinas en las zonas fronterizas ya se igualaron a los precios internos de este bien por lo que, en su caso, sólo podrían incrementarse de acuerdo al desliz establecido para estos últimos; y, iii) se espera que los precios del gas LP presenten un comportamiento cercano a la cota inferior del intervalo de posible variación para sus precios determinado por las autoridades (0.75 a 1.75 por ciento mensual), dado el comportamiento relativamente estable que muestran los precios a futuro de este energético.

- (c) Se espera que la reducción observada en las variaciones anuales del subíndice de precios de bienes concertados se mantenga en lo que resta del año.

Por lo que se refiere a la inflación subyacente:

- (d) Se anticipa que continúe la reducción gradual en la variación anual de los precios de las mercancías. Por un lado, es previsible que continúe la tendencia decreciente de la inflación anual de los alimentos, en congruencia con la evolución de los precios de estos bienes en los mercados internacionales. Por otro, se prevé que la variación anual en los precios del resto de las mercancías mostrará cierta tendencia lateral.

- (e) La inflación subyacente de los servicios distintos de los de la vivienda ha registrado un repunte, como secuela de los aumentos de los precios de diversas materias primas que se utilizan en su elaboración. Se anticipa que esta tendencia se estabilizará en los próximos meses. Por su parte, la variación anual de los precios de los servicios de la vivienda se ha reducido como consecuencia de menores costos de construcción (principalmente el acero), y de la mayor oferta de vivienda. Se estima que durante los siguientes dos trimestres la inflación anual de este rubro mantenga un comportamiento lateral para, posteriormente, hacia el cierre del año presentar un ligero repunte consecuencia de la base de comparación con el año anterior.

Con base en las consideraciones anteriores, es previsible que en los siguientes meses la inflación general anual continúe exhibiendo cierta volatilidad y se ubique en niveles ligeramente mayores a los que se observaron al cierre del primer trimestre del año. Esta evolución estaría reflejando en gran medida el que en 2004 las cotizaciones de diversos perecederos fueron inusualmente bajas. Posteriormente, durante el tercer trimestre la inflación general volvería a iniciar una tendencia descendente, que la ubicaría dentro del intervalo de variabilidad hacia el cierre del año. Por lo que se refiere a la inflación subyacente, se anticipa que ésta presentará un comportamiento relativamente estable en lo que resta de 2005.

Como se puede apreciar, los principales elementos que están contribuyendo al descenso de la inflación se encuentran asociados a la reversión de los efectos de los choques de oferta registrados en 2004. Ello se ve reflejado en la importante contribución a la desinflación del componente no subyacente del

INPC, y en los menores incrementos de los precios de los alimentos procesados incluidos en el subíndice de precios subyacente de las mercancías.

El proceso de convergencia de la inflación hacia su meta continúa enfrentando retos importantes. En primer lugar, la inflación subyacente y sus expectativas aún se encuentran en niveles relativamente elevados, lo cual sugiere que el objetivo de inflación de 3 por ciento todavía no se ha incorporado de manera generalizada en la formación de precios en la economía. En segundo, los precios internacionales de los energéticos mostraron un repunte en el primer trimestre del año, al tiempo que se incrementó su volatilidad. Si bien esto aún no ha tenido un impacto sobre la inflación, constituye un elemento que el Banco de México vigila atentamente. Finalmente, a pesar de que la información disponible no permite identificar presiones de consideración sobre la inflación provenientes de la demanda agregada, debido a que la economía transita por la fase alta de su ciclo, el riesgo de que ello ocurra puede ser mayor.

En este entorno, el Banco de México seguirá conduciendo su política a fin de propiciar condiciones monetarias que induzcan la convergencia de la inflación hacia su meta.

\* \* \*

A continuación se describen los principales factores de riesgo a los que se considera está sujeto el escenario base.

El primero de ellos se asocia a la posibilidad de que los precios de los energéticos se mantengan en niveles elevados e, inclusive, que pudiesen verse presionados aún más al alza. Ello podría propiciar que la economía de los Estados Unidos se desacelerara más que lo previsto. A su vez, este escenario podría implicar mayores presiones sobre los precios de los genéricos incluidos en el subíndice de precios administrados.

En segundo lugar, destaca la posibilidad de que el deterioro en la calidad crediticia de algunos emisores estadounidenses resulte más agudo y generalizado que lo que actualmente se anticipa. Ello podría dar lugar a importantes ajustes en los portafolios de inversión a nivel mundial, con la consecuente afectación en el acceso al financiamiento para los mercados emergentes.

El tercero de ellos está relacionado con la sostenibilidad del crecimiento mundial ante la acumulación de desequilibrios globales. En particular, es preocupante el elevado y creciente déficit de la cuenta corriente de los Estados Unidos, que ha



alcanzado una magnitud sin precedentes. Si estos desequilibrios llegaran a una situación que hiciera necesaria una corrección abrupta, se generarían fuertes presiones recesivas a nivel mundial y un incremento considerable de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, en detrimento de las condiciones de acceso a financiamiento para las economías emergentes.

Finalmente, diversos analistas han señalado que la incertidumbre política en México podría incrementarse al irse aproximando el proceso electoral del 2006. Ello podría tener dos secuelas: por un lado, se reflejaría en una mayor volatilidad en nuestros mercados financieros; por otro, se dificultaría aún más llegar a los consensos necesarios para avanzar en la agenda de cambio estructural que el país requiere.

No obstante, es importante señalar que las características fundamentales de la economía nacional permiten estar en mejor posición para hacer frente a los efectos de los factores de riesgo antes descritos y los distintos escenarios que de ellos se desprenden. En este sentido, se hace patente la importancia del anclaje macroeconómico de la economía, del cual forma parte fundamental la política monetaria. Es imprescindible, sin embargo, que este esfuerzo de estabilización de la economía sea complementado con otras políticas y medidas congruentes que permitan un crecimiento más vigoroso, sostenido y equitativo.

La experiencia internacional muestra que un marco más ágil y moderno para la actividad económica fortalece las fuentes internas del crecimiento, genera mayor productividad y demanda de empleos y se refleja de manera concreta en mayores tasas de crecimiento. Muchos países que hace unas cuantas décadas tenían un producto per cápita similar o menor al de México han logrado rebasarlo ampliamente, gracias a la realización de reformas vigorosas y congruentes en el tiempo. Por eso, cada año que se postergan los cambios, se arriesga la posición de México en una economía mundial sumamente competitiva, y se pierde una oportunidad de reforzar el crecimiento, disminuir los rezagos sociales y fortalecer las bases para el progreso futuro.

El Banco de México seguirá aportando sus mayores esfuerzos para cumplir su encomienda constitucional de mantener la estabilidad de precios. Con ello, buscará coadyuvar a la materialización de un entorno de certidumbre que permita enfrentar los retos externos e internos y aprovechar el potencial de desarrollo económico del país.